




BANK OF CANADA

CAI
FN73
- 1998
P66

Proposed revisions to the rules pertaining to auctions of Government of Canada securities and the Bank of Canada's surveillance of the auction process

Discussion Paper 2

8 April 1998



Digitized by the Internet Archive
in 2022 with funding from
University of Toronto

<https://archive.org/details/31761115544645>

Table of Contents

1.	Summary	1
2.	Introduction	2
3.	Principles and Rationale for Action	3
4.	Overview of Proposals	5
5.	Detailed Proposals	7
5.1	Bidder Definition	7
5.1.1	Definition of Affiliated Party	8
5.1.2	Requirements to Establish Non-Affiliated Status Within a Corporate Group	9
5.2	Submission of Bids	10
5.3	Competitive Auction Limits	11
5.4	Bidding Limits for Bonds	13
5.5	Bidding Limits for Treasury Bills	15
5.6	Noncompetitive Bidding	16
5.7	Reporting Requirements	18
6.	Conclusions	21

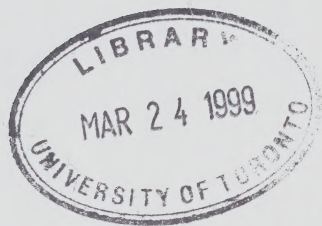
Appendix 1 - Definitions

Appendix 2 - Summary of Proposals

Appendix 3 - Summary of Discussion Paper 1 Proposals and Subsequent Revisions

Appendix 4 - Specific Definition of Control

Appendix 5 - Illustration of Auction Limits



1. Summary

The Bank of Canada and the Department of Finance have been working closely with market participants in a series of initiatives to maintain and enhance a well-functioning market in Government of Canada debt. In this context, plans were announced in a discussion paper dated 19 December 1996 to introduce measures designed to reinforce the integrity of the auction process for Government of Canada securities, and to encourage participation in it by reducing the potential for manipulative behaviour prior to and during auctions. Proposals for revisions to the administrative arrangements pertaining to auctions of Government of Canada securities were presented and comments on these proposals were received. This paper presents for further comment revisions to the terms and conditions for auctions after taking into account the comments received to date.

The proposals include both changes in auction rules and an increase in the Bank of Canada's auction-related monitoring activities. In broad terms, the proposed measures seek to ensure that the auction process is free of, and is perceived to be free of, manipulation. In this way, confidence in the auction process can be maintained and investor and dealer participation enhanced. This consultation process with interested parties is intended to assure all parties that the final measures are given due consideration and that they are appropriate.

The proposals include a new classification of government securities distributors and a subgroup called primary dealers, a definition of a bidding entity, procedures for the submission of bids, new bidding limits for government securities distributors, and bidding limits for customers of government securities distributors. In addition, the Bank of Canada intends to increase its auction-related monitoring activities and will require additional reporting by auction participants.

PROCESS: Comments on the draft revisions to the terms and conditions for auctions must be received on or before 31 May 1998.

ADDRESS: Comments should be sent to:

Chief, Financial Markets Department
Bank of Canada
4th Floor, East Tower
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario K1A 0G9

or via e-mail:

comment@bank-banque-canada.ca

Comments received will be available for public inspection and copying in early June 1998 at the Bank of Canada Library, 7th Floor, West Tower, 234 Wellington Street, Ottawa, Ontario, K1A 0G9. Comments received will also be available for public inspection on the Bank of Canada's Internet Home Page (<http://www.bank-banque-canada.ca>) in early June 1998.

FOR FURTHER INFORMATION CONTACT: Donna Howard, Assistant Chief, Financial Markets Department, Bank of Canada (613-782-8474; dhoward@bank-banque-canada.ca) or Rob Stewart, Chief, Financial Markets Division, Department of Finance (613-992-4468; stewart.rob@fin.gc.ca).

2. Introduction

The government and market participants share an interest in promoting the efficiency, liquidity and integrity of the market for Government of Canada debt. Canada's domestic debt market is generally very liquid, featuring active turnover and tight bid-offer spreads. Initiatives taken to maintain the liquidity and efficiency of this market include adjustments to the debt program and improvements in the transparency of the debt strategy. Because of a number of "squeezes", however, a concern has developed among participants about the rules and practices in the primary and secondary markets for Government of Canada securities. The increased frequency of such squeezes has brought into question the integrity of the market.

Ongoing questions about the efficiency, liquidity and integrity of a market have a negative impact on activity. For example, participants may be reluctant to take short positions if there is a significant risk that it will be difficult to cover those positions, and this affects the distribution process for securities. Over time, such questions could also affect the size of the investor base and, in turn, the price-discovery process. These implications have the potential to increase debt costs to the government and to a variety of other issuers.

Discussion Paper 1, which was issued in December 1996, highlighted concerns about the effectiveness of the current auction guidelines in an environment featuring a declining supply of securities, and a larger, more integrated financial services industry whose participants have increased leveraging capacity. It noted that manipulation can occur under the current system because participants are able to acquire control through the when-issued process and tender access, even though such activities are against the spirit of the existing rules, and because there is no effective limit on the amount of securities customers can acquire. The paper then presented a number of proposals designed to reinforce the integrity of the auction process by reducing the scope for manipulative behaviour. Finally, it requested comments from interested parties on the proposed rules and surveillance measures.

This second discussion paper is a continuation of the first and has the same underlying principles. The concerns raised in the first paper continue to be valid, and events since that time have provided further evidence of the scope for squeezes as a result of both primary and secondary market activity. Some aspects of these issues are reviewed in this paper, but readers requiring detailed background, such as a description of the current auction process, are referred to the 1996 paper. This paper reflects and addresses the comments received from interested parties in response to the first paper.

Through the proposals in this paper, the intention is to assure market participants that the auction process will not result in undue concentration. The new auction rules and surveillance procedures will also have a balanced and fair impact on market participants, both investors and intermediaries. However, these proposals cannot deal with attempts to accumulate large amounts of securities in ways that do not involve the auction process, such as in the secondary market. Concentration emerging from secondary market activity is being addressed by the Investment Dealers Association (IDA) which, in consultation with Finance

and the Bank, is developing a code of conduct for secondary market activity. This code of conduct, together with procedures to review situations in which market manipulation is suspected and to impose sanctions when warranted, will deal more generally with threats to the integrity of markets than is possible through auction rules. Together, the initiatives presented in this paper and those of the IDA will provide a broad-based approach to improve the functioning of debt markets.

This paper is organized into sections dealing with individual components of the new auction conditions. Each section starts with a summary of the current proposal. It then compares the proposal with that in the first discussion paper, summarizes the public feedback to the original proposal, and provides the rationale for the proposal being made. Interested parties are again invited to comment on this paper.

Of note is the introduction of a change in the nomenclature for those eligible to participate directly in the tender process, reflecting a change in their roles in recent years. Primary distributors will be called government securities distributors, and a subgroup of this broad class (those that maintain a certain threshold of activity) will be called primary dealers instead of jobbers (underlined terms are defined in Appendix 1). The primary dealer designation can be attained in either treasury bills or bonds, or both.

3. Principles and Rationale for Action

As noted, the government and market participants share an interest in the development and maintenance of a well-functioning domestic capital market. In this regard, the guiding principles are that the market for Government of Canada debt should be transparent, active and competitive, and that there should be broad participation in the market by investors and intermediaries.

The primary concern addressed in this paper is the risk that the auction process may be used to manipulate or “squeeze” the market for Government of Canada securities. Squeezes occur when an auction participant, or group of participants, gains control of the stock of a security and withholds the supply from the cash or repo markets. In these situations, market participants who have entered into contracts to deliver a security at some future date are then unable to purchase or borrow that security for delivery. Such activities are possible under the current auction rules because an intermediary or customer who has accumulated large holdings in the when-issued or secondary markets can still acquire more supply through the auction process. Of note, there is currently no limit on auction orders that customers can place with intermediaries.

There are a number of indicators of a possible “squeeze” in the market. These indicators include special repo rates, how far specific issues trade off the theoretical yield curve, declines in market volume, and increases in concentration of specific issues. Any of these situations can occur under normal market conditions and, in and of themselves, are not a

cause for concern. There is a concern, however, with those situations in which price distortions are large and persistent and when liquidity in the relevant securities in the cash and repo markets is seriously impaired.

The negative consequences of having a system that allows squeezes are numerous and are related mainly to an undermining of the price-discovery process and a general loss of confidence in the system. Clearly, it is often very costly for those caught in a squeeze to meet their contractual obligations to deliver the security. If the system allows squeezes to persist, intermediaries will become reluctant to establish short when-issued positions, and reluctant to engage in other market-making activities or to participate in auctions. Investors also face a less liquid and less efficient debt market, and it is possible that investor participation in auctions and the secondary market could decline. These developments would tend to raise the cost of borrowing for various issuers, including the federal government and issuers of securities benchmarked relative to Government of Canada securities.

Recent examples indicate that the problem of auction-related squeezes has persisted since Discussion Paper 1 was released in 1996, and it is unlikely that this trend would improve without changes to the auction process. In fact, these problems could intensify given the environmental changes identified in the earlier paper, including the further integration of the financial industry and prospective declines in the federal debt stock. The experience to date with squeezes and the ongoing risk of such events occurring are inconsistent with the objectives of the government and market participants for the market in Government of Canada debt. The implication is that the existing auction rules, for which the Government of Canada and Bank of Canada have responsibility, need to be revised.

Examples of Recent Squeezes

Case 1: 4% bonds due 15 March 1999

- *In August 1997 a very large amount of these bonds was tightly held and some large short positions existed.*
- *The issue traded as much as 50 basis points below the yield on bonds with a similar maturity, and repo rates occasionally fell well below 1% (general repo rates were about 3.25%).*
- *The Bank of Canada exchanged \$600 million of this issue from its portfolio (through an auction) for bonds with a similar maturity.*

Case 2: 1-year treasury bill due 6 August 1998

- *The problem developed through the auction process in August 1997.*
- *The issue was reopened as part of the normal auction cycle in the amount of \$1 billion but was still held by only a few parties and there was no available supply to be traded.*
- *A further reopening of \$500 million outside of the regular auction cycle was needed to make some market supply available.*

4. Overview of Proposals

Consistent with the desire to ensure that the auction process for Government of Canada debt will not aggravate squeezes in the market, the objectives with respect to the proposals for new auction rules and surveillance requirements are the following:

- To assure market participants that undue amounts of Government of Canada securities cannot be accumulated at auctions by either investors or market intermediaries.
- To assure the market that the Bank of Canada, on behalf of the government, maintains oversight of the auction process in order to ensure that Government of Canada auctions function in the public interest.

The proposals detailed in this paper fall into three categories:

- A more precise definition of bidders at auction.
- New bidding limits for distributors and the introduction of limits for customers.
- Careful monitoring of auction participation through reporting requirements.

4.1 The Definition of a Bidder

All bidders must certify that they will not bid in concert with any other bidder, and entities not at arm's length will be considered to be a single bidder for the purpose of auction bidding limits. There will be a provision to allow affiliated parties to be separate bidders if they are organized so that there is no exchange of information on auction bidding and strategies.

4.2 Bidding Limits for Distributors and Customers

Under the new bidding limits, limits for government securities distributors will apply only to bids on their own behalf, and customers will bid separately through distributors under their own bidding limits. New bidding limits for primary dealers will be set at 25 per cent for treasury bills and from 10 to 25 per cent for bonds. Primary dealer bidding limits for bond auctions will be tiered in line with their performance in the primary and secondary markets. The less-active distributors will have a 10 per cent limit for treasury bill auctions, and limits ranging from 1 to 9 per cent for bond auctions, again tiered in line with their market performance. Bidding limits for customers will be 25 per cent for both treasury bills and bonds.

In addition, under the present system, customer bids are included in the dealers' bidding limits, and there is no restriction on the overall bidding or winnings of customers. It would thus be possible for a customer to obtain virtually all of an issue by placing bids through three or more dealers, or through a combination of auction bidding and when-issued trading. In contrast, dealers have bidding limits that restrict the amount for which they can bid. The new

rule means that a customer's ability to purchase securities through the auction process would be limited in the same way as a distributor's.

The new bidding limits will also account for the bidder's net position in the when-issued market and in previously-issued securities. At present, a bidder holding a large amount of the security outstanding (in the case of a reopening) and/or holding a large long position in the when-issued market could still use its full bidding limit, thus permitting one participant to control an issue. Under the new rules, this will no longer be possible: the maximum amount that any bidder will be able to hold at the completion of an auction would be that bidder's bidding limit times the amount of the security outstanding when the security auctioned that day is delivered. These changes will make it more difficult for auction participants to acquire a large proportion of the amount outstanding through the auction process and to use a concentration of holdings of the security to affect its availability and price in the market.

4.3 Reporting Requirements and Market Surveillance

The new reporting rules will require any market participant wishing to bid at auction to submit to the Bank of Canada its position in the when-issued market and in the outstanding securities in order to adjust its bidding limit for these holdings. Additionally, enhanced market and position reporting requirements will be part of the new terms of reference for government securities distributors and primary dealers.

A summary table of proposals is presented in Appendix 2. While the structure described in this paper is very similar to that set out in Discussion Paper 1, some changes have been made in the proposed rules to reflect the input of interested parties (the changes are summarized in Appendix 3). In contrast to the first paper, the rules no longer provide for an increase in bidding limits when the bidder has a short position. Secondly, the proposed requirement for customers to settle directly with the Bank of Canada has been removed; rather, customers will continue to settle through the distributor that bid on their behalf. Limits on bidding by distributors and customers are also set out for the first time in this paper; the bidding limits used in the first paper were purely for illustration.

5. Detailed Proposals

5.1 Bidder Definition

Proposal

- *All bidders must certify that they will not bid in concert with any other bidder.*
- *Entities that do not have a strict arm's length relationship with one another (i.e. affiliates) will be considered one bidder for the purposes of Government of Canada securities auctions. To avoid being considered a single bidder, affiliated entities will have to certify that they do not exchange information about yields, amounts, positions they hold or plan to hold, or their investment strategies with respect to the securities being auctioned.*
- *The new bidder definition covers all government securities distributors and customers, and applies to corporations, partnerships, governments and government-related entities, foreign central banks (as well as governments of foreign states or international organizations), trusts and individuals.*
- *Entities are affiliates of one another if one is controlled by the other or if both are controlled by the same entity. The specific definition of control includes formal voting control along with direct and indirect controlling influence over management and policies.*
- *Affiliated entities who wish to be treated as separate bidders must certify that they will not act in concert in formulating strategy or auction bids.*
- *Any entity that implements the conditions necessary to be considered a separate bidder must direct all of its bids/purchases through a non-affiliate.*

Comparison to Proposal in Discussion Paper 1

The proposal outlined above is the same as that in Discussion Paper 1.

Comments on the Proposal in Discussion Paper 1

Some parties expressed reservations about the proposed bidder definition because its use, in conjunction with the other auction rules, could constrain the amount that bank-owned government securities distributors could bid at auction. A number of Canadian subsidiaries of foreign-owned distributors supported the proposed bidder definition, with some already operating under similar auction rules in their home country.

Rationale for the Proposal

The views of participants have been duly considered, and it is believed that a more precise concept of the bidding entity is an essential component of the new regime and is necessary to prevent manipulation of securities. The proposed definition reflects the increasing integration of bank treasury operations with those of bank-owned government securities distributors. The new bidder definition also limits the ability of related entities to act in concert and manipulate securities by, for example, evading auction limits by holding securities in

areas of the institution that remain under the bidder's realm of effective control or by obtaining knowledge as to who holds the securities, along with their intended investment strategy. Accordingly, under the new auction rules, all affiliated parties within an organizational structure will be treated as a single bidder unless there are clear policies and procedures in place that prevent the transmission of information about investment strategies and holdings (described below). In addition, all bidders must certify that they will not bid in concert with any other bidder.

Some concern was expressed that the new bidder definition would reduce auction access, but an analysis of dealer positions and bidding for the period May to August 1997 indicated that the impact of the new proposals would have been minimal in most cases. One significant reason for this finding is that, under the new auction rules, bids that distributors submit on behalf of customers are subject to separate auction limits, rather than being included under the participant's auction limit as is currently the case.

5.1.1 Definition of Affiliated Party

The type of entity that may bid at auction, either directly or indirectly, is limited to the following legal entities: corporations, partnerships, governments and government-related entities, foreign central banks (as well as governments of foreign states or international organizations), trusts and individuals. Various operational components, departments or divisions within the same legal entity will not be considered separate bidders at auction. Under the new definition of a bidder, only legal entities that are not affiliated with any other bidder may submit a separate auction bid for Government of Canada securities. Entities which are considered under the new rules to be affiliated will be treated collectively as a single bidder unless they can meet, to the satisfaction of the Bank of Canada and the Department of Finance, the criteria set out for treating otherwise affiliated parties as separate bidders.

Two persons are affiliated if one is controlled by the other or if both are controlled by the same person.¹ The specific definition of control is presented in Appendix 4. Briefly, a person controls a corporation if that person beneficially owns securities which are sufficient to enable that person to control the corporation. A person controls a limited partnership if that person is a general partner. In the case of an unincorporated entity other than a limited partnership, a person exercises control if 50 per cent of the ownership interests, however designed, into which the entity is divided, are beneficially owned by the person and that person is able to direct the business and affairs of the unincorporated entity. A person also controls a corporation, a limited partnership or an unincorporated entity if the person controls an entity that in turn controls the corporation, limited partnership or unincorporated entity, respectively. In addition, a person controls any entity if that person has any direct or indirect controlling influence over the management and policies of the entity, whether alone or in combination

1. For the purposes of this section, "person" means a natural person, an entity within the meaning of Appendix 4 or a personal representative.

with other persons and whether through the beneficial ownership of securities, through one or more other persons or otherwise.

5.1.2 Requirements to Establish Non-Affiliated Status Within a Corporate Group

The new definition of a bidder will permit an otherwise affiliated entity within a corporate group to bid separately if it is prepared to organize itself in such a manner that there is no exchange of information on auction bidding and strategy between itself and other affiliated entities. Specifically, two or more entities that are affiliated may submit separate bids provided that each affiliate has certified to the Bank of Canada that it meets certain specified criteria meant to prevent the exchange of information on auction bidding and strategy, and that it has established written policies and procedures designed to ensure continued compliance. The criteria include: (i) the affiliate does not act jointly or in concert with any of the other affiliates with respect to securities; (ii) no director, officer, partner, employee or agent of the affiliate that purchases Government of Canada securities at auction or advises with respect to, participates in the formulation of, has influence over, or has knowledge of decisions or information relating to holdings, investment or bidding strategies in or for Government of Canada securities by or on behalf of that affiliate, also engages in any of the same activities or has any of the same knowledge in respect of Government of Canada securities for or on behalf of any of the other affiliates¹; (iii) the affiliate does not exchange information related to bidding at auctions with any of the other affiliates and (iv) its records relating to holdings of and investment and bidding strategies for Government of Canada securities are maintained separate and apart from the records of any of the other affiliates.

Any affiliate that provides the Bank of Canada with the above certification must promptly notify the Bank of Canada, in writing, if any of the circumstances that enable the affiliate to qualify for separate bidder status change, or if the certification is no longer valid, such that the affiliate is no longer entitled to non-affiliated status.

1. This criterion does not apply in respect to (i) individuals who are either involved in senior management or engaged solely in clerical or administrative activities and who do not in either case make decisions relating to holding, investing and bidding for Government of Canada securities and (ii) knowledge of information that has been generally and publicly disseminated.

5.2 Submission of Bids

Proposal

Government Securities Distributors

- *Government securities distributors will be able to bid on their own behalf subject to an auction limit. Government securities distributors will also have a separate limit for the aggregate amount of bids they place on behalf of customers. These bids must be listed separately from the distributor's own bids.*

Customers

- *Bidding by individual customers will be subject to an auction limit.*
- *Customers will be required to obtain a unique bidder identification number from the Bank of Canada before they can bid competitively. An application form for a unique bidder identification number will be available by facsimile or from the Bank of Canada web site (<http://www.bank-banque-canada.ca>).*
- *Customers will be able to bid at auction by submitting bids through government securities distributors. Competitive bids must be listed separately from the distributor's own bids and be accompanied by the customer's unique bidder number received from the Bank of Canada.*
- *Customers will not settle directly with the Bank of Canada. Government securities distributors will be responsible for the settlement of customer bids which they have submitted and shall be liable to the Bank of Canada for any losses incurred as a result of those sales failing to settle in the Debt Clearing System (DCS).*

Comparison to Proposal in Discussion Paper 1

The proposal outlined above is the same as that in Discussion Paper 1, except that the proposal that customers settle directly with the Bank of Canada has been withdrawn.

Comments on the Proposal in Discussion Paper 1

Reservations were expressed about allowing customers to bid, albeit through government securities distributors, and about the proposal for direct settlement between customers and the Bank of Canada. Some believed that these proposals would enhance the profile and status of customers and would undermine the incentive for distributors to bid at auctions on a consistent basis and to make markets. It was also feared that separate customer bidding would draw information out of the market and away from distributors, thus damaging the liquidity of the when-issued and secondary markets in the period leading up to an auction.

Rationale for the Proposal

The primary rationale for introducing separate customer bidding limits is to reduce the potential for misuse of the auction process as part of an effort to deliberately corner the market. In the past, customers did not face restrictions on the amount of securities that they

could win at an auction by placing orders through a number of distributors. This unlimited access for customers is inappropriate, and customers will be subject to bidding constraints under the new rules.

However, all customer bids will continue to be submitted through government securities distributors. This system is similar to the present one whereby customers place pre-tender orders with dealers. Thus, distributors will continue to see customer bids, and the liquidity of the when-issued and cash markets should not be impeded. In addition, there will still be incentives for distributors to bid on behalf of customers because such bids will be taken into account in the determination of future bidding limits for distributors.

The proposal to have customers settle directly with the Bank of Canada has been eliminated. Instead the current practice will continue; that is, customers will settle through government securities distributors. This procedure means that distributors will continue to play a significant role with respect to customer bids.

5.3 Competitive Auction Limits

Proposal

- *The amount that any distributor or customer can bid on a competitive basis at an auction (its auction limit) will equal its bidding limit less its net long position in excess of the product of its percentage bidding limit and the par value of any outstanding stock of the security being auctioned. Examples are provided in Appendix 5.*
- *All bidders, both government securities distributors and customers, must report their net positions prior to an auction (see the section on reporting requirements for details). For the purposes of computing the auction limit, the bidder's net position will include the par amount of (1) cash holdings of a security with the same International Securities Identification Number (ISIN), (2) when-issued positions, (3) futures contracts that require delivery of the specific security being auctioned but not futures contracts for which the security being auctioned is one of several securities that may be delivered, and not futures contracts that are cash-settled, (4) forward contracts, (5) holdings of the residual component of a stripped bond of the security being auctioned, and (6) any position in the security not covered by the above types of contracts, including "guaranteed" trades. For repurchase agreements or securities lending, the entity that owns the security, not the one that has borrowed it, must report the repoed or lent security as part of its position. All positions are based on trade date rather than delivery date.*
- *Customer bids will not be netted against the limits of government securities distributors.*
- *Bidding limits for bond and treasury bill auctions are discussed below.*

Comparison to Proposal in Discussion Paper 1

The proposal outlined above is the same as that in Discussion Paper 1 with two exceptions. The proposal that a participant's bidding limit would be increased by the amount of its short

position (up to a maximum of 10 per cent of the par value of the securities being auctioned) has been withdrawn. Also, there have been some changes concerning the requirements for customers to notify the Bank of Canada of net positions. The proposals for customers are more consistent with those for distributors, and there are no exceptions to such reporting requirements. These are reviewed in the section on reporting.

Comments on the Proposal in Discussion Paper 1

Market participants noted that many bidders have legitimate reasons for holding large amounts of individual Government of Canada securities. They were concerned that the provisions limiting the total amount of the long position and bidding would constrain auction participation and the investment strategies of both distributors and large customers. This concern was heightened by the related-party provision, which meant that they would have to take into account the positions not only of trading desks but also of numerous other desks and related companies. There was concern that this constraint on investment and auction activity would be exacerbated if the size of individual issues outstanding fell as the overall government debt declined. It was also argued that the provision to adjust bidding limits to take into account long positions could lead to some distortions in the market if, for example, participants sought to minimize their holdings just before a reopening of an issue.

It was also noted that the Bank of Canada would have to receive accurate and timely reporting of net positions. Otherwise, there was a concern that some bids would be disallowed retroactively. It was also felt that the reporting of long positions would impose an administrative burden, which might inhibit bidding. Finally, there was criticism of the proposal to allow a bidder to increase its bidding limit by its short position because such a system might provide an incentive to create when-issued short positions to increase auction participation, and could result in a distributor and its customer ultimately controlling a large proportion of the securities being auctioned.

Rationale for the Proposal

It is important to take the bidder's long position into account in the calculation of the auction limit in order to make it more difficult for bidders to use the auction process to accumulate a controlling position. While there may be some additional administrative burden involved in submitting data on net positions, this burden is relatively small compared with the potential benefit. It is good business practice for companies to have such information, and the task of reporting the information to the Bank of Canada would not represent much additional work.

The data collected from dealers in recent months indicate that taking long positions into account in calculating auction limits would not, in general, have had a significant impact on actual bidding or winnings in treasury bill and bond auctions (especially taking into account the other proposals, including the separate bidding limit for customers and the increase in the maximum bidding limit for bonds). This provision would have interfered only rarely with actual

bidding in auctions that were reopenings (over two-thirds of auctions for Government of Canada securities are reopenings). There would tend to be some impact in the first auction of a security, when any long position of a bidder would have a direct impact on auction limits. However, in general, long positions of distributors in when-issued securities tend to be relatively small at the time of the first auction of a security. Moreover, it is desirable in the cases in which a bidder has a substantial long position (either in an initial auction or in a reopening) to reduce its access to tender.

The competitive bids of any participant that does not submit its net position before the auction will be disallowed. The Government of Canada and the Bank of Canada would view very seriously any case in which a bidder knowingly understated its net long position.

5.4 Bidding Limits for Bonds

Proposal

Government Securities Distributors

- *Primary dealers will have bidding limits tiered from 10 to 25 per cent of the auctioned amount for bids on their own account for Government of Canada bonds. Other government securities distributors will have limits tiered from 1 to 9 per cent. All distributors will also have an additional bidding limit which will cover bids on behalf of customers. The aggregate limit for bidding by a distributor on behalf of customers will equal the limit set on bidding for its own account.*
- *Bidding limits for distributors will be tiered in line with their performance in auctions of Government of Canada bonds and in secondary markets for such securities over the preceding year. For the purpose of determining these bidding limits, winning bids submitted on behalf of customers will be taken into account in the assessment of the government securities distributor's performance at auction.*

Customers

- *A customer will be able to bid through government securities distributors for up to 25 per cent of the amount auctioned. A customer can use as many government securities distributors as it chooses to submit its bids as long as the total amount of its bids does not exceed its auction limit.*
- *It is the responsibility of each customer to ensure that the total of its bids through all government securities distributors does not exceed its auction limit.*

Comparison to Proposal in Discussion Paper 1

There was no discussion of the appropriate levels of bond auction bidding limits for dealers and customers in the first discussion paper. The current limit of up to 20 per cent for dealers was used for illustrative purposes.

Comments on the Proposal in Discussion Paper 1

A number of interested parties suggested that bidding limits for distributors should be higher than those for customers to provide an incentive for distributors to participate at auction and in the secondary market. It was also thought that lower limits for customers would increase the use of the when-issued market and secondary markets by customers. Concern was expressed that, with tiered limits for distributors, some distributors would have lower bidding limits than customers despite their responsibilities for bidding at auction and for market making.

Rationale for the Proposal

The proposal to increase maximum bidding limits from 20 per cent to 25 per cent reflects the view that a 20 per cent limit may be too restrictive, particularly in combination with the decision to take into account the long positions of the bidder and its related parties when calculating the limit for any particular auction. If long positions are taken into account in the calculation of bidding limits for any specific auction, it becomes more difficult for any individual bidder to come out of an auction with more than 25 per cent of the issue. This is in contrast to the current situation, where long positions are not taken into account and therefore there is no limit on a bidder's holdings coming out of an auction. Bidding limits of up to 25 per cent of the amount being auctioned mean that at least four bidders would win some of the bonds being auctioned.

Winning bids submitted by distributors on behalf of customers will be taken into account in determining future bidding limits for distributors. This provision recognizes the role that distributors play in the distribution of Government of Canada securities by soliciting and facilitating customer bids, and provides an incentive for distributors to continue this role.

The proposed limit for customers will be set at 25 per cent rather than at a lower level. The main reason is that customers are the end buyers of Government of Canada securities and bidding limits for customers should be sufficiently large to permit them to meet most portfolio requirements and not hinder their activity in the when-issued and secondary markets. It should be noted that distributor access to auctions under the new rules will still be larger than under the current system because distributors will submit bids on their own behalf and have a separate limit for customers. Under the present system, dealer bids for customers are included in the dealer limit. In addition, distributors will continue to benefit from the reputational value of being the only category of bidders able to submit bids directly to the Bank of Canada.

5.5 Bidding Limits for Treasury Bills

Proposal

Government Securities Distributors

- *Primary dealers will have a bidding limit of 25 per cent of the auctioned amount for bidding on their own behalf. Other government securities distributors, who are less active in the treasury bill auctions and in the secondary market, will have a limit of 10 per cent of the auctioned amount.*
- *Distributors will have an additional bidding limit for the total amount of bids they submit on behalf of customers. This limit will equal the limit set on bidding for their own account.*

Customers

- *The bidding limit for a customer will be 25 per cent of the amount auctioned. A customer may use as many distributors as it chooses to submit bids, as long as the total amount of its bids does not exceed its auction limit.*
- *It is the responsibility of each customer to ensure that the total of its bids through all government securities distributors does not exceed its auction limit.*

Comparison to Proposal in Discussion Paper 1

The first discussion paper asked for comments on the possibility of setting the limit for bills below the current 33 1/3 per cent, but a 25 per cent limit was not specifically proposed.

Comments on the Proposal in Discussion Paper 1

There were few comments on appropriate access to treasury bill auctions. One participant thought that the current limit of 33 1/3 per cent was too high given the declining supply of treasury bills and the relatively small number of participants. It was suggested that the limit be reduced to 20 or 25 per cent to reduce the risk of squeezes, to create a more level playing field in a market with only a limited number of distributors, and to encourage more when-issued and secondary market trading. Another commentator did not want to see any reduction in the limit because of a concern that its investment strategy might be impeded.

Rationale for the Proposal

The proposal is to reduce the maximum bidding limit for treasury bill auctions to 25 per cent. This lower limit will mean that at least four bidders will win newly auctioned bills, reducing the potential for one or two participants to hold a controlling share of the newly auctioned bills. The proposal might also increase use of the when-issued and secondary markets.

Bidding limits at treasury bill auctions for government securities distributors will not be tiered in the same way as for bonds because the current system for treasury bill auctions appears to be working well. Nevertheless, some differentiation will be introduced between primary

dealers and other government securities distributors. This recognizes the additional responsibilities of primary dealers, while still providing some auction access to smaller distributors.

A summary of competitive bidding limits for both treasury bills and bonds is shown below. Note that the actual auction limits for both distributors and customers will be adjusted downward to reflect net long positions.

Bidder	Competitive Bidding
Distributor Submission - for own account	Up to 25 percent as determined by a formula based on primary and secondary market participation.
- for customers	The sum of customer bids cannot exceed the distributor's own bidding limit.
Customer Bidding Limit	25 per cent

5.6 Noncompetitive Bidding

Proposal

- *Each government securities distributor will be able to make one noncompetitive bid, in addition to any competitive bids, in auctions of Government of Canada bonds and each tranche of treasury bills.*
- *The ceiling on noncompetitive bids for each participant will be \$3 million for Government of Canada bonds and for each tranche of treasury bills.*
- *All government securities distributors will also be able to bid noncompetitively on behalf of customers. The total amount of customer noncompetitive bids that each government securities distributor can submit will be limited to \$3 million.*

Comparison to Proposal in Discussion Paper 1

The issue of noncompetitive bidding was not raised in the first discussion paper.

Comments on the Proposal in Discussion Paper 1

Although the subject was not raised in the first paper, one commentator argued for allowing customers to purchase securities at auction noncompetitively.

Rationale for the Proposal

Noncompetitive bidding for treasury bills will be introduced because it provides a way for distributors and customers who are less familiar with the market and who may not have the knowledge required to make a successful competitive bid to acquire small amounts of securities.

A summary of noncompetitive bidding limits for treasury bills and bonds is shown below.

Bidder	Noncompetitive Bidding
Distributor Submission - for own account	\$3 million
- for customers	The sum of customer bids cannot exceed \$3 million.
Customer Bidding Limit	\$3 million

5.7 Reporting Requirements

Proposal

Reporting of Net Positions

- *Government securities distributors must report their aggregate net positions in the auctioned security to the Bank of Canada when submitting their bids. The net position must be reported regardless of whether it is a long or short position. This position must be updated with each resubmission of bids.*
- *Government securities distributors are responsible for ensuring that their customers are informed that they must report their net position either indirectly through the distributor or directly to the Bank of Canada before their competitive bids will be included in an auction.*
- *Customers bidding competitively at auction must report their net position in the auctioned security. If no net position is reported, the bid will be rejected automatically.*
- *Customers can submit that report either directly to the Bank of Canada or through a government securities distributor that is submitting a bid on their behalf. A customer reporting its net position directly to the Bank of Canada may do so up to 30 minutes before the bidding deadline on the day of the auction.*
- *All bidders are required to re-submit their position, by the bidding deadline, if it changes by more than \$25 million. Customer position changes must be reported directly to the Bank of Canada.*
- *Customers can make noncompetitive bids without submitting a net position report.*

Bid Certification and Verification

- *Government securities distributors must ensure that bidding customers are aware of the reporting requirements and that, upon completion of the auction, customers are informed of any auction allotments. The Bank of Canada will rely on a process of spot checks of customer bids to ensure their validity.*
- *As part of the proposed certification and confirmation process, all government securities distributors and customers must provide annual certificates of compliance from their internal audit departments.*

Market Information

- *The Bank of Canada requires complete disclosure of government securities distributor activities related to Government of Canada debt, including on request the activities and names of customers with whom the distributor has traded.*
- *The Bank of Canada maintains the discretion to (1) investigate whether activity outside the auction rules has occurred, (2) notify the appropriate regulatory authorities if other questionable activities are found, (3) refer incidents of questionable secondary market activity to the Investment Dealers Association for investigation of possible violations of their proposed Policy No. 5, and (4) sell securities from its own portfolio. The Department of Finance maintains the discretion to reopen an issue outside the timetable provided by the Quarterly Bond Schedule and the usual treasury bill issuance cycle.*

Comparison to Proposal in Discussion Paper 1

Government securities distributors and customers must report their aggregate net position in the auctioned security regardless of the size of their competitive bid at auction or their existing position. This differs from the requirement outlined in the first discussion paper, whereby customers were required to report their net position only when the total of their bids plus the absolute value of their net long position exceeded \$100 million.

The customer reporting requirements that have been eliminated include the furnishing of written trade confirmation to the Bank of Canada by 10 a.m. of the day following the auction (net long or short positions will now be reported before the auction) and the confirmation by telephone by the Bank of Canada of customer awards equal to or greater than \$200 million. Those confirmation methods have been eliminated as the same objectives can be achieved through spot checks by the Bank of Canada.

Measures for bid certification remain unchanged from those outlined in the first discussion paper.

Comments on the Proposal in Discussion Paper 1

Comments received in response to the first discussion paper concerned the perceived administrative burden that the proposals would place on distributors and customers. It was argued that the additional burden would discourage auction participation, thereby reducing the efficiency of the primary debt market.

A number of dealers indicated that customer reporting obligations (and notification thereof) should rest strictly with the Bank of Canada, and should not be the responsibility of government securities distributors. Customers voiced concern over client confidentiality, specifically that reporting through government securities distributors would give the distributors an informational advantage when bidding at auction. There were also some comments regarding the threshold amount used in determining customer reporting requirements, with some suggesting that it was too low or that it should be set as a percentage of the auctioned amount instead of a fixed dollar amount.

Rationale for the Proposal

The Bank of Canada and the Department of Finance are conscious of the potential administrative burden that any new reporting requirement would impose on auction participants, and thus are reluctant to impose additional responsibilities unless the resulting benefits clearly outweigh any potential costs. After due consideration, the Bank of Canada and the Department of Finance believe that position reporting is essential in preventing undue

concentration. The burden of reporting should not be particularly onerous as prudent risk management practices would suggest that auction participants should already have systems in place to monitor their securities positions. Given the potential damage that squeezes can have on the efficiency of the Government of Canada securities market, it is believed that the benefits of the new position reporting requirements more than offset the administrative inconvenience.

Other components of the proposed reporting regime have been reviewed by the Bank of Canada and the Department of Finance in light of the feedback from the first discussion paper. The annual certification requirement proposed in the first discussion paper will be retained since it provides an important assurance, from a source not directly involved in the trading and distribution of Government of Canada securities, that the auction rules are being respected by participants. The additional administrative burden in complying with this requirement is minimal, as the process of certification should easily fall out of the normal annual internal audits of government securities distributors and other auction bidders.

Comments regarding the potential complexity of the customer reporting requirements and concerns expressed about client confidentiality have resulted in a number of proposed changes. These will simplify the reporting process and provide customer bidders with the option of reporting net positions directly to the Bank of Canada. Under the new reporting rules, all customers bidding competitively at auction must report their net positions, regardless of the amount of their bids and existing holdings of the auctioned securities. This change will eliminate any confusion over when a customer should or should not report. Although government securities distributors will still be responsible for notifying their customers of their responsibilities, the burden of that activity is reduced by virtue of the standardization of customer responsibilities and because customers will already be aware of their reporting requirements through the application process for a unique identification number.

Principal indicators as to whether the level of surveillance for a particular Government of Canada security should be intensified include repo rates (the degree of "specialness"), the amount of the outstanding stock controlled by one or more participants, the turnover of the security, and the extent to which the security trades away from the yield curve. The Bank of Canada maintains the discretion to (1) investigate whether activity outside the auction rules has occurred, (2) notify the appropriate regulatory authorities if other questionable activities are found, (3) refer incidents of questionable secondary market activity to the Investment Dealers Association for investigation of possible violations of their proposed Policy No. 5, and (4) sell securities from its own portfolio. The Department of Finance maintains the discretion to re-open an issue outside the timetable provided by the Quarterly Bond Schedule and the usual treasury bill issuance cycle.

In its discussions with government securities distributors, the Bank of Canada requires complete disclosure of distributor activities related to Government of Canada issues,

including on request the activities and names of customers with whom the distributor has traded.

6. Conclusions

Auctions should be free of, and perceived to be free of, manipulation since it is very important that the confidence of direct participants and end investors in the auction process be sustained. The measures discussed in this paper seek to reinforce the integrity of the auction process. Taken together, the initiatives presented in this discussion paper represent a significant change in the way the Government of Canada auctions its marketable debt and are expected to have a significant impact in reducing the occurrence of manipulative behaviour in the primary market.

These proposals are also intended to maintain broad-based involvement in auctions by ensuring that participants have confidence in the process. Anticipated benefits include a more open and level playing field for market intermediaries, a more efficient primary market for investors, a well-functioning capital market for the economy and a reduced cost of borrowing for the government.

Appendix 1

Definitions

Government securities distributor means an entity that has been given notice of its status as such by the Bank of Canada and has access to bid at Government of Canada auctions.

Primary dealer means a subset of government securities distributors whose participation in the primary and secondary markets for Government of Canada securities is above a threshold level. A distributor may be a primary dealer for bonds, for treasury bills or for both.

Bid means an offer to purchase a stated par amount of securities at an auction, either on a competitive or noncompetitive basis. An offer to purchase a stated par amount of securities submitted by a government securities distributor to fulfil a guarantee to sell a specified amount of securities at an agreed-upon price or a price fixed in terms of an agreed-upon standard is a bid of the government securities distributor and not a bid of a customer.

Bidder means a person or an entity that bids either directly or through an entity authorized to submit bids for customers in an auction. In some cases, two or more persons or entities are considered to be one bidder, based on their relationship.

Submitter means the entity that is permitted to submit bids, either on its own behalf or on behalf of customers, to the Bank of Canada for the auction of Government of Canada securities. Only government securities distributors and the Bank of Canada may be submitters.

Customer means a bidder on whose behalf a government securities distributor has been directed to submit a competitive or noncompetitive bid for a specified amount of securities at a specific price.

Bidding limit means the distributor's or customer's limit prior to adjusting for long positions. If a distributor or a customer does not have a long position, its auction limit would equal its bidding limit.

Auction limit means the maximum amount for which a distributor or customer is allowed to bid at a specific auction. The auction limit is equal to the bidding limit adjusted for long positions in the securities being auctioned. An auction limit is equal to or smaller than the bidding limit.

Appendix 2

Summary of Proposals

Bidder Definition

- All bidders must certify that they will not bid in concert with any other bidder.
- Entities that do not have a strict arm's length relationship with one another (i.e. affiliates) will be considered one bidder for the purposes of Government of Canada securities auctions. To avoid being considered a single bidder, affiliated entities will have to certify that they do not exchange information about yields, amounts, positions they hold or plan to hold, or their investment strategies with respect to the securities being auctioned.
- The new bidder definition covers all government securities distributors and customers, and applies to corporations, partnerships, governments and government-related entities, foreign central banks (as well as governments of foreign states or international organizations), trusts and individuals.
- Entities are affiliates of one another if one is controlled by the other or if both are controlled by the same entity. The specific definition of control includes formal voting control along with direct and indirect controlling influence over management and policies.
- Affiliated entities who wish to be treated as separate bidders must certify that they will not act in concert in formulating strategy or auction bids.
- Any entity that implements the conditions necessary to be considered a separate bidder must direct all of its bids/purchases through a non-affiliate.

Submission of Bids

Government Securities Distributors

- Government securities distributors will be able to bid on their own behalf subject to an auction limit. Government securities distributors will also have a separate limit for the aggregate amount of bids they place on behalf of customers. These bids must be listed separately from the distributor's own bids.

Customers

- Bidding by individual customers will be subject to an auction limit.
- Customers will be required to obtain a unique bidder identification number from the Bank of Canada before they can bid competitively. An application form for a unique bidder identification number will be available by facsimile or from the Bank of Canada web site (<http://www.bank-banque-canada.ca>).
- Customers will be able to bid at auction by submitting bids through government securities distributors. Competitive bids must be listed separately from the distributor's own bids and be accompanied by the customer's unique bidder number received from the Bank of Canada.
- Customers will not settle directly with the Bank of Canada. Government securities distributors will be responsible for the settlement of customer bids which they have submitted and shall be liable to the Bank of Canada for any losses incurred as a result of those sales failing to settle in the Debt Clearing System (DCS).

Competitive Auction Limits

- The amount that any distributor or customer can bid on a competitive basis at an auction (its auction limit) will equal its bidding limit less its net long position in excess of the product of its percentage bidding limit and the par value of any outstanding stock of the security being auctioned. Examples are provided in Appendix 5.
- All bidders, both government securities distributors and customers, must report their net positions prior to an auction (see the section on reporting requirements for details). For the purposes of computing the auction limit, the bidder's net position will include the par amount of (1) cash holdings of a security with the same International Securities Identification Number (ISIN), (2) when-issued positions, (3) futures contracts that require delivery of the specific security being auctioned but not futures contracts for which the security being auctioned is one of several securities that may be delivered, and not futures contracts that are cash-settled, (4) forward contracts, (5) holdings of the residual component of a stripped bond of the security being auctioned, and (6) any position in the security not covered by the above types of contracts, including "guaranteed" trades. For repurchase agreements or securities lending, the entity that owns the security, not the one that has borrowed it, must report the repoed or lent security as part of its position. All positions are based on trade date rather than delivery date.
- Customer bids will not be netted against the limits of government securities distributors.
- Bidding limits for bond and treasury bill auctions are discussed below.

Bidding Limits for Bonds

Government Securities Distributors

- Primary dealers will have bidding limits tiered from 10 to 25 per cent of the auctioned amount for bids on their own account for Government of Canada bonds. Other government securities distributors will have limits tiered from 1 to 9 per cent. All distributors will also have an additional bidding limit which will cover bids on behalf of customers. The aggregate limit for bidding by a distributor on behalf of customers will equal the limit set on bidding for its own account.
- Bidding limits for distributors will be tiered in line with their performance in auctions of Government of Canada bonds and in secondary markets for such securities over the preceding year. For the purpose of determining these bidding limits, winning bids submitted on behalf of customers will be taken into account in the assessment of the government securities distributor's performance at auction.

Customers

- A customer will be able to bid through government securities distributors for up to 25 per cent of the amount auctioned. A customer can use as many government securities distributors as it chooses to submit its bids as long as the total amount of its bids does not exceed its auction limit.
- It is the responsibility of each customer to ensure that the total of its bids through all government securities distributors does not exceed its auction limit.

Bidding Limits for Treasury Bills

Government Securities Distributors

- Primary dealers will have a bidding limit of 25 per cent of the auctioned amount for bidding on their own behalf. Other government securities distributors, who are less active in treasury bill auctions and in the secondary market, will have a limit of 10 per cent of the auctioned amount.
- Distributors will have an additional bidding limit for the total amount of bids they submit on behalf of customers. This limit will equal the limit set on bidding for their own account.

Customers

- The bidding limit for a customer will be 25 per cent of the amount auctioned. A customer may use as many distributors as it chooses to submit bids, as long as the total amount of its bids does not exceed its auction limit.
- It is the responsibility of each customer to ensure that the total of its bids through all government securities distributors does not exceed its auction limit.

Noncompetitive Bidding

- Each government securities distributor will be able to make one noncompetitive bid, in addition to any competitive bids, in auctions of Government of Canada bonds and each tranche of treasury bills.
- The ceiling on noncompetitive bids for each participant will be \$3 million for Government of Canada bonds and for each tranche of treasury bills.
- All government securities distributors will also be able to bid noncompetitively on behalf of customers. The total amount of customer noncompetitive bids that each government securities distributor can submit will be limited to \$3 million.

Reporting Requirements

Reporting of Net Positions

- Government securities distributors must report their aggregate net positions in the auctioned security to the Bank of Canada when submitting their bids. The net position must be reported regardless of whether it is a long or short position. This position must be updated with each resubmission of bids.
- Government securities distributors are responsible for ensuring that their customers are informed that they must report their net position either indirectly through the distributor or directly to the Bank of Canada before their competitive bids will be included in an auction.
- Customers bidding competitively at auction must report their net position in the auctioned security. If no net position is reported, the bid will be rejected automatically.
- Customers can submit that report either directly to the Bank of Canada or through a government securities distributor that is submitting a bid on their behalf. A customer reporting its net position directly to the Bank of Canada may do so up to 30 minutes before the bidding deadline on the day of the auction.
- All bidders are required to re-submit their position, by the bidding deadline, if it changes by more than \$25 million. Customer position changes must be reported directly to the Bank of Canada.
- Customers can make noncompetitive bids without submitting a net position report.

Bid Certification and Verification

- Government securities distributors must ensure that bidding customers are aware of the reporting requirements and that, upon completion of the auction, customers are informed of any auction allotments. The Bank of Canada will rely on a process of spot checks of customer bids to ensure their validity.
- As part of the proposed certification and confirmation process, all government securities distributors and customers must provide annual certificates of compliance from their internal audit departments.

Market Information

- The Bank of Canada requires complete disclosure of government securities distributor activities related to Government of Canada debt, including on request the activities and names of accounts with whom the distributor has traded.
- The Bank of Canada maintains the discretion to (1) investigate whether activity outside the auction rules has occurred, (2) notify the appropriate regulatory authorities if other questionable activities are found, (3) refer incidents of questionable secondary market activity to the Investment Dealers Association for investigation of possible violations of their proposed Policy No. 5, and (4) sell securities from its own portfolio. The Department of Finance maintains the discretion to re-open an issue outside the timetable provided by the Quarterly Bond Schedule and the usual treasury bill issuance cycle.

Appendix 3
Summary Tables of Discussion Paper 1 Proposals and Subsequent Revisions

	ORIGINAL PROPOSAL	MODIFICATIONS
Bidder Definition	<ul style="list-style-type: none"> • Entities that do not have a strict arm's length relationship (definition left largely undefined) with each other will be considered one bidder. • In order to be considered as a separate bidder, an entity within the same organization must certify that it does not exchange any information about the yields, amounts, positions they hold or plan to hold, or their investment strategies with respect to the securities being auctioned. 	<ul style="list-style-type: none"> • No modification in the bidder definition, but greater clarification is provided in this proposal. • The type of entity that may submit auction bids is limited to legal entities. • Entities that are affiliated with each other will be considered one bidder. Entities are affiliates if one is controlled by the other or if both are controlled by the same person. The specific definition of control includes formal voting control along with direct and indirect controlling influence over management and policies. • In order to be considered as a separate bidder, an entity within the same organization must certify that it does not exchange any information about the yields, amounts, positions they hold or plan to hold, or their investment strategies with respect to the securities being auctioned. • Any entity that implements the conditions necessary to be considered a separate bidder must direct all of its bids/purchases through a non-affiliate.

	ORIGINAL PROPOSAL	MODIFICATIONS
Submission of Bids	<p><i>Government Securities Distributors</i></p> <ul style="list-style-type: none"> Only government securities distributors are permitted to submit bids directly to the Bank of Canada. Government securities distributors submit separate bids for their own account and for the account of customers. There are separate bidding limits for government securities distributors and customers. <p><i>Customers</i></p> <ul style="list-style-type: none"> Customers bid at auction by submitting their bids through government securities distributors. Sales of securities are directly from the Bank of Canada to each bidder (government securities distributor or customer) and are settled by a transfer of securities from the Bank of Canada to the Debt Clearing Service. Each bidder has to file settlement instructions with the Bank of Canada prior to an auction, and bidders other than government securities distributors may be required to have a line of credit with their settlement agent. 	<ul style="list-style-type: none"> Government securities distributors are responsible for making payment for securities won by customers on whose behalf they are bidding. As a result, the Bank of Canada will not require customer bidders to file settlement instructions with the Bank of Canada nor will customer bidders be required to have a line of credit with their settlement agent. Such arrangements will now be a matter between the customer and the government securities distributor through which the order was submitted.
Bidding Limits & Net Positions Government Securities Distributors	<ul style="list-style-type: none"> The auction limit for a government securities distributor in respect of its own account is equal to its specific bidding limit less any net long position in excess of the product of its specific percentage bidding limit and the dollar value of any outstanding stock of the security being auctioned. Conversely, a net short position of up to 10 per cent of the dollar value being auctioned is added to the bidding limit. Individual firm bidding limits may be set below the maximum at the discretion of the Bank of Canada. Customer bids are not netted against the bidding limits of government securities distributors. The limit for bidding by a government securities distributor on behalf of customers is equal to the distributor's own bidding limit. 	<ul style="list-style-type: none"> The option of adding a net short position of up to 10 per cent of the dollar value of the securities being auctioned to an auction limit has been eliminated. Only adjustments for net long positions will be made. Maximum bond auction bidding limits for primary dealers will be tiered from 10 to 25 per cent based on each dealer's previous auction winnings (both proprietary and for clients) and secondary market activity. Other government securities distributors will have maximum bidding limits tiered from 1 per cent to 9 per cent. Maximum treasury bill auction bidding limits for primary dealers will be 25 per cent. Other government securities distributors will have a maximum bidding limit of 10 per cent of the auctioned amount.

	ORIGINAL PROPOSAL	MODIFICATIONS
Bidding Limits & Net Positions Customers	<ul style="list-style-type: none"> The auction limit for a customer is equal to its bidding limit less its net long position in excess of the product of its percentage bidding limit and the dollar value of any outstanding stock of the auctioned security. Conversely a net short position of up to 10 per cent of the dollar value being auctioned is added to the bidding limit. It is the responsibility of each customer to ensure that the total of its bids through all government securities distributors does not exceed its auction limit. 	<ul style="list-style-type: none"> The option of adding a net short position of up to 10 per cent of the dollar value of the securities being auctioned to a bidding limit has been eliminated. Only adjustments for net long positions will be made to bidding limits. The maximum customer bidding limit for a bond auction is 25 per cent. The maximum customer bidding limit for a treasury bill auction is 25 per cent.
Non-Competitive Bidding	<ul style="list-style-type: none"> Not specifically addressed. 	<ul style="list-style-type: none"> Each government securities distributor and each customer is permitted to bid non-competitively, in addition to any competitive bids they make in auctions. The maximum non-competitive bid for a government securities distributor or customer is \$3 million in respect to each Government of Canada bond auction and each tranche of a treasury bill auction. All government securities distributors will be able to bid noncompetitively on behalf of customers. The total amount of customer noncompetitive bids that each government securities distributor can submit is \$3 million.

	ORIGINAL PROPOSAL	MODIFICATIONS
Reporting Requirements	<p><i>Reporting of Net Positions</i></p> <ul style="list-style-type: none"> Government securities distributors must report their aggregate net position in the auctioned security to the Bank of Canada at the time they submit their bids. Customers must report their aggregate net positions in the auctioned security either directly to the Bank of Canada or to a government securities distributor who is submitting a bid on behalf of the customer, whenever the total of all the customer's bids and their net position in the auctioned security equals or exceeds \$100 million. <p><i>Certification/Confirmation Process</i></p> <ul style="list-style-type: none"> All bidders are required to provide annual certification that the information they provide to the Bank of Canada is correct. Government securities distributors are responsible for notifying their customers of their allotment following an auction. Any customer with a winning bid is required to furnish a written trade confirmation to the Bank of Canada. Customer awards greater than or equal to \$200 million must be confirmed by the Bank of Canada by telephone prior to settlement. The Bank of Canada, at its discretion, will spot check customer bids submitted by government securities distributors. <p><i>Market Information</i></p> <ul style="list-style-type: none"> Government securities distributors may be asked to provide, from time to time, detailed issue-specific trading reports to the Bank of Canada so that reasons why specific securities are trading at prices above their underlying value may be understood more clearly. 	<p><i>Reporting of Net Positions</i></p> <ul style="list-style-type: none"> Government securities distributors must report their aggregate net position in the auctioned security to the Bank of Canada at the time they submit their bids. Customers must report their aggregate net positions in the auctioned security either directly to the Bank of Canada or to the government securities distributor who will be submitting a competitive bid on behalf of the customer, regardless of the total of size of the customer's bid or net position. The position reporting requirements, if submitted directly to the Bank of Canada, must be satisfied by 30 minutes before the auction deadline in order for the customer to bid competitively. If submitted through a distributor, the report must accompany the bid. Any revisions in excess of \$25 million must be reported directly to the Bank of Canada prior to the auction deadline. <p><i>Certification/Confirmation Process</i></p> <ul style="list-style-type: none"> Customers will no longer be required to furnish a written trade confirmation to the Bank of Canada. The Bank of Canada will not confirm client awards by telephone prior to settlement. <p><i>Market Information</i></p> <ul style="list-style-type: none"> The Bank of Canada requires complete disclosure of government securities distributor activities related to Government of Canada debt, including on request the activities and names of accounts with whom the distributor has placed securities, or from whom it has purchased securities.

Appendix 4

Specific Definition of Control

Combination of Affiliates Under a Single Bid

“Entity” includes the following:

- corporations;
- partnerships;
- trusts;
- funds;
- unincorporated associations or organizations;
- Her Majesty in Right of Canada or of provincial governments;
- agencies of Her Majesty in either of such rights;
- governments of foreign countries or any political subdivision thereof and any agency thereof;
- foreign central banks and
- international organizations.

“Person” means a natural person, an entity or a personal representative.

Bids may be submitted by the following persons:

- corporations;
- partnerships;
- trusts;
- the Government of Canada;
- provincial governments;
- federal and provincial crown corporations and agencies;
- local governments (including, without limitation, municipalities, regional municipalities, counties and townships);
- individuals;
- foreign central banks;
- foreign governments and
- international organizations.

Only persons who are not affiliated with any other bidder may submit a separate bid. Persons who are affiliated must combine their bids in a single bid unless they can meet the criteria and provide the certification required in the following section for submitting separate bids.

Two persons are affiliated if one is controlled by the other or if both are controlled by the same person.

A person controls a corporation if:

- (a) securities of the corporation to which are attached more than 50 per cent of the votes that may be cast to elect directors of the corporation are beneficially owned by that person and the votes attached to those securities are sufficient, if exercised, to elect a majority of the directors of the corporation;

- (b) the aggregate of (i) any securities of the corporation which are beneficially owned by that person and (ii) any securities of the corporation which are beneficially owned by any entity controlled by that person is such that, if that person and all of the entities controlled by it which beneficially own securities of the corporation were one person, that person would control the corporation; or
- (c) that person controls an entity which controls the corporation.

A person controls a limited partnership if:

- (a) that person is a general partner of the limited partnership; or
- (b) that person controls an entity which controls the limited partnership.

A person controls an unincorporated entity, other than a limited partnership, if:

- (a) more than 50 per cent of the ownership interests, however designated, into which the entity is divided are beneficially owned by that person and that person is able to direct the business and affairs of the entity; or
- (b) that person controls an entity which controls the unincorporated entity.

A person controls any entity if that person has any direct or indirect controlling influence over the management and policies of the entity whether alone or in combination with one or more other persons and whether through the beneficial ownership of securities, through one or more other persons or otherwise.

In order to be able to submit a separate bid, a person must certify to the Bank that it will not intentionally act together with any other person with respect to bidding in an auction.

Appendix 5

Illustration of Auction Limits

This appendix provides illustrations of the implications of the proposed rules for auction limits.

Assume that the outstanding stock of a bond is \$5 billion and that the government is offering a further \$2 billion at auction. In addition, the individual bidding limit is 25 per cent.

Example 1: Assume the bidder has a net long position of \$1.0 billion.

	a)	$0.25 \times \$2.0 \text{ billion}$	$= \$0.5 \text{ billion}$	
less	b)	$\$1.0 \text{ billion} - (0.25 \times \$5.0 \text{ billion})$	$= \underline{\$0 \text{ billion}}$	(only if positive)
equals	c)		$= \$0.5 \text{ billion}$	

Example 2: Assume the bidder has a net long position of \$1.25 billion.

	a)	$0.25 \times \$2.0 \text{ billion}$	$= \$0.5 \text{ billion}$	
less	b)	$\$1.25 \text{ billion} - (0.25 \times \$5.0 \text{ billion})$	$= \underline{\$0 \text{ billion}}$	
equals	c)		$= \$0.5 \text{ billion}$	

Any long position less than \$1.25 billion would therefore not affect the auction limit.

Example 3: Assume the bidder has a net long position of \$1.5 billion.

	a)	$0.25 \times \$2.0 \text{ billion}$	$= \$0.5 \text{ billion}$	
less	b)	$\$1.5 \text{ billion} - (0.25 \times \$5.0 \text{ billion})$	$= \underline{\$0.25 \text{ billion}}$	
equals	c)		$= \$0.25 \text{ billion}$	

Example 4: Assume the bidder has a net long position of \$1.75 billion.

	a)	$0.25 \times \$2.0 \text{ billion}$	$= \$0.5 \text{ billion}$	
less	b)	$\$1.75 \text{ billion} - (0.25 \times \$5.0 \text{ billion})$	$= \underline{\$0.5 \text{ billion}}$	
equals	c)		$= \$0 \text{ billion}$	

Any long position larger than \$1.75 billion would therefore imply a auction limit of \$0.

Example 5: Assume the bidder has a net short position of \$0.5 billion.

	a)	$0.25 \times \$2.0 \text{ billion}$	$= \$0.5 \text{ billion}$	
--	----	-------------------------------------	---------------------------	--

Short positions do not increase the auction limit.

Annexe 5

Exemple de calcul de la limite de soumission aux adjudications

La présente annexe illustre les règles proposées ont sur les limites de soumission à l'adjudication.

Supposons que l'encours d'une émission obligataire est de 5 milliards de dollars et que le gouvernement met aux enchères un montant supplémentaire de 2 milliards. Supposons en outre que la limite de soumission d'un participant pour son propre compte est de 25 %.

Exemple 1 : Supposons que le soumissionnaire a une position longue nette de 1,0 milliard de \$.

a)	0,25 x 2,0 milliards de \$	= 0,5 milliard de \$
b)	1,0 milliard de \$ - (0,25 x 5,0 milliards de \$)	= 0,0 milliard de \$ (seulement si c'est positif)
c)		= 0,5 milliard de \$

Exemple 2 : Supposons que le soumissionnaire a une position longue nette de 1,25 milliard de \$.

a)	0,25 x 2,0 milliards de \$	= 0,5 milliard de \$
b)	1,25 milliard de \$ - (0,25 x 5,0 milliards de \$)	= 0,0 milliard de \$
c)		= 0,5 milliard de \$

Toute position longue inférieure à 1,25 milliard de \$ n'aurait donc aucune répercussion sur la limite de soumission à l'adjudication.

Exemple 3 : Supposons que le soumissionnaire a une position longue nette de 1,5 milliard de \$.

a)	0,25 x 2,0 milliards de \$	= 0,5 milliard de \$
b)	1,5 milliard - (0,25 x 5,0 milliards de \$)	= 0,25 milliard de \$
c)		= 0,25 milliard de \$

Exemple 4 : Supposons que le soumissionnaire a une position longue nette de 1,75 milliard de \$.

a)	0,25 x 2,0 milliards de \$	= 0,5 milliard de \$
b)	1,75 milliard de \$ - (0,25 x 5,0 milliards de \$)	= 0,5 milliard de \$
c)		= 0,0 milliard de \$

Toute position longue supérieure à 1,75 milliard de \$ impliquerait donc une limite de soumission à l'adjudication nulle.

Exemple 5 : Supposons que le soumissionnaire a une position à découvert de 0,5 milliard de \$.

a)	0,25 x 2,0 milliards de \$	= 0,5 milliard de \$
----	----------------------------	----------------------

Les positions à découvert ne permettent pas d'augmenter la limite de soumission à l'adjudication.

Une personne contrôle une corporation si :

- (a) les titres de la corporation auxquels sont assortis plus de 50 % des votes pouvant être utilisés pour élire les administrateurs de la corporation sont la propriété effective de cette personne et ces votes suffisent, s'ils sont utilisés, pour élire une majorité des administrateurs de la corporation;

- (b) la somme globale (i) des titres de la corporation qui sont la propriété effective de cette personne et (ii) des titres de la corporation qui sont la propriété effective de toute entité sous le contrôle de cette personne est telle que, si cette personne et toutes les entités sous son contrôle qui sont les bénéficiaires de la corporation étaient une seule et même personne, cette personne aurait le contrôle de la corporation; ou

- (c) cette personne contrôle une entité qui contrôle la corporation.

Une personne contrôle une société en commandite si :

- (a) cette personne est l'associé commandité de la société en commandite; ou
- (b) cette personne contrôle une entité qui contrôle la société en commandite.

Une personne contrôle une entité sans personnalité morale autre qu'une société en commandite si :

- (a) plus de 50 % des parts de l'entité, quelle que soit leur catégorie, sont la propriété effective de cette personne et celle-ci est en mesure de diriger les affaires et les opérations de l'entité; ou
- (b) cette personne contrôle une entité qui contrôle l'entreprise sans personnalité morale.

Une personne contrôle une entité si elle exerce une influence déterminante directe ou indirecte sur la gestion et les politiques de l'entité, seule ou avec une ou plusieurs autres personnes, par propriété effective de titres, par l'entremise d'une ou de plusieurs autres personnes ou autrement.

Pour être en mesure de présenter une soumission distincte, une personne doit confirmer à la Banque du Canada qu'elle ne soumissionnera pas intentionnellement, conjointement avec une autre, dans la présentation d'une soumission à une adjudication.

Annexe 4 Définition spécifique du contrôle

Participation d'entités affiliées à une seule soumission

Entité désigne :

- les corporations;
- les sociétés en nom collectif;
- les fiduciaires;
- les fonds;
- les associations ou les organismes sans personnalité morale;
- Sa Majesté en droit du Canada ou d'une province;
- les agences de sa Majesté du Canada ou d'une province;
- les gouvernements d'un pays étranger ou les subdivisions politiques ou les organismes d'un pays étranger;
- les banques centrales étrangères; et
- les organismes internationaux.

Personne désigne une personne physique, une entité ou un représentant personnel.

Les personnes suivantes sont habilitées à présenter des soumissions :

- les corporations;
- les sociétés en nom collectif;
- les fiduciaires;
- le gouvernement du Canada;
- les gouvernements provinciaux;
- les sociétés d'Etat fédérales et provinciales et leurs agences;
- les gouvernements locaux (y compris, mais non exclusivement, les municipalités, les municipalités régionales, les comités et les cantons);
- les particuliers;
- les banques centrales étrangères;
- les gouvernements étrangers; et
- les organismes internationaux.

Seules les personnes qui ne sont pas affiliées à un autre soumissionnaire peuvent présenter des offres distinctes. Les personnes affiliées doivent regrouper leurs soumissions pour en faire une seule, à moins qu'elles ne satisfassent aux critères établis et ne fournissent l'attestation exigée à la section suivante pour le dépôt de soumissions distinctes.

Deux personnes sont affiliées si une d'elle est sous le contrôle de l'autre ou si les deux sont sous le contrôle de la même personne.

	PROPOSITION ORIGINALE	MODIFICATIONS
<p>Exigences en matière de déclaration</p>	<p><i>Déclaration des positions nettes</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Les distributeurs de titres d'État doivent déclarer leurs positions globales nettes à la Banque du Canada au moment de déposer leurs soumissions. • Les clients doivent déclarer leurs positions globales nettes soit directement à la Banque du Canada soit à un distributeur de titres d'État qui déposera les soumissions au nom de ces derniers chaque fois que le total de leurs soumissions majoré de leur position nette à l'égard du titre adjugé est égal ou supérieur à 100 millions de dollars. <p><i>Homologation et confirmation</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Tous les soumissionnaires doivent attester chaque année que les renseignements qu'ils fournissent à la Banque du Canada sont exacts. • Il incombe aux distributeurs de titres d'État de communiquer à leurs clients les parts du titre obtenues à l'adjudication. • Tout client dont la soumission est acceptée doit fournir à la Banque du Canada une confirmation écrite de l'opération. Toutes les soumissions de clients supérieures ou égales à 200 millions de dollars qui auront été acceptées seront confirmées par téléphone avant le règlement. • La Banque du Canada effectuera des vérifications au hasard des soumissions présentées par les distributeurs de titres d'État. <p><i>Renseignements concernant l'activité sur les marchés</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • On pourra demander aux distributeurs de titres d'État de fournir, de temps à autre, des relevés plus détaillés d'opérations portant sur des émissions précises de façon qu'on puisse comprendre plus clairement pourquoi certains titres se négocient à des prix supérieurs à leur valeur fondamentale. 	<p><i>Déclaration des positions nettes</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Les distributeurs de titres d'État doivent déclarer leurs positions globales nettes sur le titre adjugé au moment du dépôt des soumissions. • Les clients doivent déclarer leurs positions globales nettes sur le titre adjugé, directement à la Banque du Canada ou au distributeur de titres d'État qui présentera une soumission concurrentielle au nom de ces derniers, quelle que soit la taille totale de la soumission ou de la position nette du client. • La déclaration directe des positions à la Banque du Canada doit être faite une demi-heure avant l'heure de l'adjudication, à défaut de quoi la soumission concurrentielle du client sera rejetée. Lorsque le client passe par un distributeur, la déclaration de sa position doit accompagner sa soumission. • Toutes les modifications d'une position supérieures à 25 millions de dollars doivent être communiquées directement à la Banque du Canada avant l'heure de l'adjudication. <p><i>Homologation et confirmation</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Les clients ne seront plus tenus de fournir une confirmation écrite à la Banque du Canada. • La Banque du Canada ne confirmera pas par téléphone, avant le règlement, les soumissions des clients acceptées. <p><i>Renseignements concernant l'activité sur les marchés</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • La Banque du Canada doit être informée de toutes les activités des distributeurs portant sur les titres d'État, y compris sur demande les noms des clients auprès desquels le distributeur a placé des titres ou desquels il en a acheté.

	PROPOSITION ORIGINALE	MODIFICATIONS
Soumissions non concurrentielles	<ul style="list-style-type: none"> Aucune proposition précise n'avait été avancée. 	<ul style="list-style-type: none"> Tous les distributeurs de titres d'État et tous les clients sont habilités à déposer des soumissions non concurrentielles, en sus de soumissions concurrentielles. La limite maximale des soumissions non concurrentielles pour les distributeurs de titres d'État ou les clients est de 3 millions de dollars pour les adjudications d'obligations du gouvernement canadien ou pour chaque tranche d'une adjudication de bons du Trésor. Tous les distributeurs de titres d'État seront habilités à déposer des soumissions non concurrentielles pour le compte de clients. Le montant total des offres non concurrentielles que les distributeurs de titres d'État peuvent déposer pour le compte de clients est de 3 millions de dollars.

	PROPOSITION ORIGINALE	MODIFICATIONS
<p>Limites de soumission et positions nettes</p> <p>Distributeurs de titres d'État</p>	<ul style="list-style-type: none"> La limite de soumission d'un distributeur de titres d'État à une adjudication pour son propre compte est équivalente à sa limite de soumission spécifique diminuée de sa position longue nette excédant le produit du pourcentage de sa limite de soumission et de la valeur de l'encours du titre adjugé. Inversement, toute position à découvert jusqu'à concurrence de 10 % du montant mis aux enchères sera ajoutée à la limite de soumission. La Banque du Canada se réserve le droit de fixer les limites de soumission individuelles des entités en deçà de la limite maximale. Les soumissions des clients ne seront pas soustraites des limites de soumission des distributeurs de titres d'État. La limite de soumission d'un distributeur de titres d'État pour le compte de clients sera égale à sa propre limite de soumission. 	<ul style="list-style-type: none"> On a supprimé la possibilité d'ajouter à la limite de soumission à l'adjudication une position à découvert nette jusqu'à concurrence de 10 % du montant adjugé. On n'effectuera des ajustements que pour des positions longues nettes. Les limites de soumission maximales aux adjudications d'obligations pour les négociants principaux varieront de 10 à 25 % en fonction des montants obtenus par chaque distributeur aux adjudications précédentes (à la fois pour leur propre compte et pour le compte de clients) et des opérations sur le marché secondaire. Les limites de soumission des autres distributeurs de titres d'État varieront de 1 à 9 %. La limite de soumission maximale aux adjudications de bons du Trésor pour les négociants principaux sera de 25 %. Pour les autres distributeurs de titres d'État, elle sera de 10 % du montant adjugé.
<p>Limites de soumission et positions nettes</p> <p>Clients</p>	<ul style="list-style-type: none"> La limite de soumission à une adjudication d'un client sera égale à sa limite de soumission diminuée de sa position longue nette dépassant le produit du pourcentage de sa limite de soumission par le montant de l'encours du titre à adjuger. Inversement, une position à découvert nette sera ajoutée à la limite de soumission à hauteur de 10 % du montant du titre à adjuger. Il incombe à chaque client de veiller à ce que le montant total de ses soumissions par l'entremise de tous les distributeurs de titres d'État n'excède pas sa limite de soumission. 	<ul style="list-style-type: none"> On a supprimé la possibilité d'ajouter à la limite de soumission à une adjudication une position à découvert nette jusqu'à concurrence de 10 % du montant à adjuger. On n'effectuera des ajustements que pour des positions longues nettes. La limite de soumission maximale pour un client aux adjudications d'obligations sera de 25 %. La limite de soumission maximale pour un client aux adjudications de bons du Trésor sera également de 25 %.

	PROPOSITION ORIGINALE	MODIFICATIONS
Dépôt des soumissions	<p><i>Distributeurs de titres d'État</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Seuls les distributeurs de titres d'État sont habilités à déposer des soumissions directement à la Banque du Canada. • Les distributeurs de titres d'État déposent des soumissions distinctes pour leur propre compte et pour le compte de clients. • Les soumissions pour leur propre compte et pour le compte de clients sont assujetties à des limites distinctes. <p><i>Clients</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Les clients déposent des soumissions aux adjudications par l'entremise des distributeurs de titres d'État. • Les ventes de titres se font directement de la Banque du Canada à chaque soumissionnaire (distributeur de titres d'État ou client) et sont réglées par transfert de titres de la Banque du Canada au Service de compensation des titres d'emprunt. • Les soumissionnaires sont tenus de déposer à la Banque du Canada les instructions relatives au règlement avant l'adjudication, et les soumissionnaires autres que les distributeurs de titres d'État peuvent être tenus d'avoir une ligne de crédit auprès de leur agent de règlement. 	<ul style="list-style-type: none"> • Il incombe aux distributeurs de titres d'État d'effectuer les paiements relatifs aux titres obtenus par les clients pour lesquels ils ont déposé des soumissions. Ainsi, la Banque du Canada n'exigera pas des clients qu'ils déposent des instructions relatives au règlement chez elle ni qu'ils disposent d'une ligne de crédit auprès de leur agent de règlement. De tels arrangements seront dorénavant du ressort des clients et des distributeurs de titres d'État qui servent d'intermédiaires aux adjudications.

Annexe 3

Tableaux récapitulatifs des propositions contenues dans le premier document de travail et des révisions effectuées par la suite

	PROPOSITION ORIGINALE	MODIFICATIONS
Définition du soumissionnaire	<ul style="list-style-type: none"> Les entités entre lesquelles existe un lien de dépendance (sans plus de précision) seront considérées comme étant un seul soumissionnaire. Pour être considérées comme des soumissionnaires distincts, les entités appartenant à la même organisation doivent attester qu'elles n'effectuent aucun échange de renseignements sur les rendements, les montants, les positions qu'elles détiennent ou qu'elles envisagent de détenir ni sur les stratégies de placement qu'elles appliquent à l'égard des titres adjugés. 	<ul style="list-style-type: none"> La définition du soumissionnaire ne change pas, mais cette proposition procure plus de précision. Seules les entités ayant un statut juridique sont habilitées à déposer des soumissions aux adjudications. Les entités qui sont affiliées entre elles seront considérées comme un seul soumissionnaire. Les entités sont affiliées entre elles lorsque l'une d'elles est sous le contrôle d'une autre ou que les deux sont sous le contrôle de la même personne. On entend par contrôle le contrôle formel par majorité des voix ainsi que l'influence déterminante directe et indirecte sur la gestion et les politiques de l'entité. Pour être considérée comme un soumissionnaire distinct, une entité faisant partie d'un groupe doit certifier qu'elle n'effectue aucun échange de renseignements sur les rendements, les montants, les positions qu'elle détient ou envisage de détenir ni sur les stratégies de placement qu'elle applique à l'occasion de l'adjudication des titres concernés. Une entité qui réunit les conditions pour être considérée comme un soumissionnaire distinct doit faire effectuer toutes ses activités concernant les soumissions et les achats par une entité non affiliée.

Limites de soumission aux adjudications de bons du Trésor

Distributeurs de titres d'Etat

- La limite de soumission des négociants principaux pour leur propre compte sera équivalente à 25 % du montant adjugé. Pour les autres distributeurs de titres d'Etat, qui sont moins actifs aux adjudications de bons du Trésor et sur le marché secondaire, cette limite sera égale à 10 % de ce montant.
- Les distributeurs auront une limite de soumission additionnelle pour l'ensemble des soumissions qu'ils présentent pour le compte de leurs clients. Cette limite sera équivalente à la limite de soumission pour leur propre compte.
- Pour les clients, la limite de soumission sera équivalente à 25 % du montant adjugé. Les clients peuvent présenter leurs soumissions par autant de distributeurs qu'ils veulent, tant que le montant total de leurs offres ne dépasse pas leur limite de soumission à l'adjudication.
- Il incombe à chaque client de veiller à ce que le total de ses soumissions présentées par tous les distributeurs de titres d'Etat ne dépasse pas sa limite de soumission à l'adjudication.

Clients

- Chaque distributeur de titres d'Etat est habilité à présenter une seule soumission non concurrentielle, en sus des soumissions concurrentielles, aux adjudications d'obligations du gouvernement canadien et de chaque tranche de bons du Trésor.
- La limite maximale des soumissions non concurrentielles de chaque participant sera de 3 millions de dollars pour les obligations du gouvernement canadien et pour chaque tranche de bons du Trésor.
- Tous les distributeurs de titres d'Etat seront également habilités à déposer des soumissions non concurrentielles pour le compte de clients. Le montant total des soumissions non concurrentielles des clients que peut présenter chaque distributeur de titres d'Etat sera limité à 3 millions de dollars.

Soumissions non concurrentielles

Exigences en matière de déclaration

Déclaration des positions nettes

- Les distributeurs de titres d'État doivent déclarer à la Banque du Canada leurs positions globales nettes sur le titre adjugé au moment de la présentation des soumissions. Cela doit être fait qu'il s'agisse d'une position longue ou à découvert. La position doit être mise à jour chaque fois que les distributeurs présentent une nouvelle soumission.
- Les distributeurs de titres d'État doivent veiller à ce que leurs clients sachent qu'ils doivent déclarer leurs positions nettes à la Banque du Canada, indirectement par leur entremise ou directement, avant que leurs soumissions concurrentielles ne soient prises en considération à une adjudication.
- Les clients qui présentent des soumissions concurrentielles à une adjudication doivent déclarer leur position nette sur le titre adjugé. À défaut de cela, leurs soumissions seront automatiquement rejetées.
- Les clients peuvent déclarer leur position nette soit directement à la Banque du Canada soit indirectement par l'entremise d'un distributeur de titres d'État qui présente la soumission pour leur compte. Le client qui choisit de déclarer sa position directement peut le faire jusqu'à 30 minutes avant l'heure limite pour le dépôt des soumissions le jour de l'adjudication.
- Si la position d'un soumissionnaire change de plus de 25 millions de dollars par rapport au niveau déclaré, ce dernier doit la soumettre de nouveau avant l'heure limite. Les clients doivent soumettre les changements directement à la Banque du Canada.
- Les clients peuvent déposer des soumissions non concurrentielles sans avoir à déclarer de position nette.

Homologation et vérification des soumissions

- Les distributeurs de titres d'État doivent s'assurer que les clients qui présentent des soumissions savent qu'ils doivent déclarer leur position et les informer des montants qui leur auront été adjugés au terme de l'adjudication. La Banque du Canada effectuera des vérifications au hasard pour s'assurer de la validité des soumissions.
- Dans le cadre du processus proposé d'homologation et de confirmation, les services de vérification interne de tous les distributeurs des titres d'État et des clients doivent certifier, une fois par an, que les renseignements fournis sont exacts.

Renseignements concernant l'activité sur le marché

- La Banque du Canada exige des distributeurs de titres d'État qu'ils divulguent entièrement leurs opérations portant sur les titres de dette du gouvernement canadien, notamment, sur demande, les activités et les noms des clients auprès desquels le distributeur a placé des titres ou en a acheté.
- La Banque du Canada se réserve le droit de (1) lancer une enquête en vue de déterminer si les règles régissant les adjudications ont été violées; (2) informer les autorités réglementaires compétentes de cas d'opérations douteuses; (3) communiquer les cas d'opérations douteuses sur le marché secondaire à l'Association des courtiers en valeurs mobilières aux fins de détermination de non-respect de la Politique 5 proposée; et (4) vendre des titres de son propre portefeuille. Le ministère des Finances conserve le droit de rouvrir une émission en dehors du calendrier trimestriel des obligations et du cycle normal d'émission des bons du Trésor.

Limites de soumission concurrentielle aux adjudications

- Le montant de la soumission qu'un distributeur ou un client peut présenter de manière concurrentielle à une adjudication (sa limite de soumission à l'adjudication) sera égal à sa limite de soumission diminuée de sa position longue nette excédant le produit du pourcentage de sa limite de soumission par la valeur nominale de l'encours du titre adjugé. Des exemples sont fournis à cet égard à l'Annexe 5.
- Tous les soumissionnaires, à la fois les distributeurs de titres d'Etat et les clients, doivent déclarer leurs positions nettes avant la tenue d'une adjudication (voir la section traitant des exigences en matière de déclaration). Aux fins de calcul des limites de soumission à l'adjudication, la position nette du soumissionnaire englobera la valeur nominale (1) du stock au comptant des titres portant le même numéro international d'identification des valeurs mobilières (ISIN), (2) des positions sur le marché avant émission, (3) des contrats à terme boursiers prévoyant la livraison du titre précis mis en adjudication (mais non les contrats où le titre adjugé n'est pas le seul susceptible d'être livré et de ceux dont le règlement doit s'effectuer au comptant), (4) des contrats à terme de gré à gré, (5) des stocks de la composante résiduelle d'une obligation coupons détachés du titre adjugé, et (6) de toute position sur le titre adjugé non couverte par les types de contrat mentionnés ci-dessus, opérations garanties comprises. Dans le cas de mises en pension ou des prêts de titres, l'entité qui est propriétaire du titre visé, et non celle qui l'aurait emprunté, doit déclarer le titre en pension ou prêt dans sa position. Toutes les positions sont déclarées en fonction de la date de la transaction plutôt que de la date de livraison.
- Les soumissions de clients ne seront pas déduites des limites de soumission des distributeurs de titres d'Etat.
- Les limites de soumission aux adjudications d'obligations et de bons du Trésor sont exposées ci-dessous.

Limites de soumission aux adjudications d'obligations

Distributeurs de titres d'Etat

- Les limites de soumission des négociants principaux pour leur propre compte varieront de 10 à 25 % du montant d'obligations du gouvernement canadien adjugées. Pour les autres distributeurs de titres d'Etat, les limites de soumission varieront de 1 à 9 %. Les soumissions faites pour le compte de clients seront assujetties à une limite distincte. Pour chaque distributeur, la limite de la soumission qu'il peut présenter pour le compte de ses clients sera égale à la limite de la soumission qu'il peut déposer pour son propre compte.
- Les limites de soumission des distributeurs seront établies conformément à leur activité aux adjudications d'obligations du gouvernement canadien et sur les marchés secondaires de ces titres au cours de l'année précédente. Aux fins de calcul de ces limites de soumission, les soumissions acceptées présentées pour le compte de clients seront prises en considération dans l'évaluation des résultats obtenus aux adjudications par le distributeur de titres d'Etat.

Clients

- Les clients seront en mesure de présenter des soumissions par l'entremise des distributeurs de titres d'Etat à hauteur de 25 % du montant adjugé. Les clients peuvent passer par autant de distributeurs qu'ils veulent tant que le montant total de leurs soumissions ne dépasse pas leur limite de soumission à l'adjudication.
- Il incombe à chaque client de veiller à ce que le total de ses soumissions présentées par tous les distributeurs de titres d'Etat ne dépasse pas sa limite de soumission à l'adjudication.

Annexe 2

Sommaire des propositions

Définition du soumissionnaire

- Tous les soumissionnaires doivent attester qu'ils ne soumissionnent pas conjointement avec d'autres entités existantes (c'est-à-dire des entités affiliées) de titres du gouvernement canadien. Pour éviter cela, les entités affiliées devront attester qu'elles ne s'échangent pas de renseignements concernant les rendements, les montants, les positions qu'elles détiennent ou qu'elles envisagent de prendre ou leurs stratégies de placement à l'égard des titres adjugés.
- La nouvelle définition du soumissionnaire couvre tous les distributeurs de titres d'État ainsi que les clients et s'applique aux corporations, aux sociétés en nom collectif, aux pouvoirs publics et aux entités qui leur sont liées, aux banques centrales étrangères (ainsi qu'aux gouvernements de pays étrangers ou aux organisations internationales), aux fiduciaires et aux particuliers.
- Deux entités sont affiliées si l'une est sous le contrôle de l'autre ou si les deux sont sous le contrôle de la même entité. La définition spécifique du contrôle englobe le contrôle formel des voix ainsi que l'influence déterminante directe et indirecte sur la gestion et les politiques.
- Les entités affiliées qui désirent être traitées comme des soumissionnaires distincts doivent attester qu'elles n'interviendront pas de concert dans la formulation de la stratégie ou des soumissions aux adjudications.
- Toute entité qui réunit les conditions pour être considérée comme un soumissionnaire distinct doit faire effectuer toutes ses opérations concernant les soumissions ou les achats par une entité non affiliée.

Dépôt des soumissions

Distributeurs de titres d'État

- Les distributeurs de titres d'État seront habilités à déposer des soumissions pour leur propre compte aux adjudications jusqu'à une certaine limite. Ils devront également observer une limite distincte pour le montant global des soumissions présentées pour le compte de leurs clients. Ces soumissions doivent être indiquées séparément des soumissions pour leur propre compte.

Clients

- Les soumissions de chaque client seront assujetties à une certaine limite aux adjudications.
- Les clients seront tenus d'obtenir un numéro matricule unique auprès de la Banque du Canada avant de pouvoir déposer des soumissions concurrentielles. Il sera possible d'obtenir les formulaires de demande de ce numéro par télécopieur ou au site Web de la Banque du Canada (<http://www.bank-banque-canada.ca>).
- Les clients seront en mesure de présenter des soumissions aux adjudications par l'entremise des distributeurs de titres d'État. Les soumissions concurrentielles des clients doivent être indiquées séparément de celles du distributeur et être accompagnées du numéro matricule du client octroyé par la Banque du Canada.
- Les clients ne régleront pas leurs opérations directement auprès de la Banque du Canada. Les distributeurs se chargeront du règlement des soumissions des clients qu'ils auront présentées et seront tenus responsables auprès de la Banque du Canada pour toute perte subie par suite de défaut de règlement des ventes dans le Service de compensation des titres d'emprunt (SCTEM).

Annexe I Définitions

Distributeur de titres d'Etat désigne une entité à laquelle la Banque du Canada a octroyé un tel statut et qui est habilitée à présenter des soumissions aux adjudications de titres du gouvernement canadien.

Négociant principal désigne une sous-catégorie de distributeurs de titres d'Etat dont le degré de participation aux marchés primaire et secondaire des titres du gouvernement canadien dépasse un seuil donné. Un distributeur peut être un négociant principal en obligations ou en bons du Trésor ou les deux.

Soumission désigne une offre d'achat lors d'une adjudication d'un montant nominal indiqué de titres, de manière concurrentielle ou non concurrentielle. L'offre, déposée par un distributeur de titres d'Etat, d'acheter un montant nominal indiqué de titres en vue d'honorer l'engagement de vendre un montant précis de titres à un prix convenu ou à un prix fixé en vertu d'une norme convenue est une soumission de distributeur de titres d'Etat et non une soumission de client.

Soumissionnaire désigne toute entité habilitée à présenter des soumissions soit directement soit par l'entremise d'une entité autorisée à présenter des soumissions à une adjudication pour le compte de clients. Dans certains cas, deux ou plusieurs personnes physiques ou morales sont considérées comme un seul soumissionnaire, en raison des relations qui existent entre elles.

Présentateur désigne toute entité habilitée à présenter, pour son propre compte ou pour le compte de clients, des soumissions à la Banque du Canada lors d'adjudications de titres du gouvernement canadien. Seuls les distributeurs de titres d'Etat et la Banque du Canada peuvent être des présentateurs.

Client désigne un soumissionnaire pour lequel un distributeur de titres d'Etat présente une offre concurrentielle ou non concurrentielle pour une quantité précise de titres à un prix donné.

Limite de soumission désigne la limite imposée au distributeur ou au client avant la prise en considération des positions longues. En l'absence d'une position longue, la limite de soumission à l'adjudication du distributeur ou du client est équivalente à sa limite de soumission.

Limite de soumission à l'adjudication désigne le montant maximal permis de la soumission à une adjudication donnée de la part d'un distributeur ou d'un client. La limite de soumission à l'adjudication est égale à la limite de soumission ajustée pour tenir compte des positions longues sur les titres adjugés. Elle est égale ou inférieure à la limite de soumission.

processus de l'adjudication. Les mesures exposées dans le présent document visent à renforcer l'intégrité du processus d'adjudication. Prises ensemble, les initiatives présentées représentent un changement important en ce qui concerne la façon dont le gouvernement canadien adjudge ses titres négociables, et elles devraient fortement contribuer à réduire les cas de manipulation sur le marché primaire.

Ces propositions visent également à maintenir une participation élargie aux adjudications en faisant en sorte que les opérateurs aient confiance dans le processus. Les avantages attendus comprennent un terrain de jeu plus ouvert et plus égal pour les intermédiaires du marché, un marché primaire plus efficace pour les investisseurs, un marché financier qui fonctionne bien pour l'économie et une réduction des coûts de financement pour le gouvernement.

D'autres aspects des exigences de déclaration proposées ont été examinés par la Banque du Canada et le ministère des Finances à la lumière des commentaires reçus concernant le premier document de travail. On retiendra l'exigence voulant que les participants attestent chaque année que les renseignements qu'ils donnent sont exacts, car elle représente une importance garantie, donnée par une source ne participant pas directement à la négociation et à la distribution des titres d'État, que les règles régissant les adjudications sont respectées. Le fardeau administratif additionnel qu'impose cette exigence n'est pas très lourd, le processus de certification devant s'intégrer aisément dans les programmes de vérification annuels normaux des distributeurs de titres d'État et d'autres soumissionnaires aux adjudications.

Les commentaires reçus concernant la complexité potentielle des exigences de déclaration imposées aux clients, ainsi que les préoccupations exprimées relativement à la confidentialité des transactions de ces derniers, ont donné lieu à un certain nombre de propositions de modification. Ces changements simplifieront le processus de déclaration et donneront aux clients le choix de transmettre directement à la Banque du Canada leur position nette. En vertu des nouvelles règles, tous les clients présentant des soumissions concurrentielles aux adjudications devront déclarer leur position nette, indépendamment de la taille de ces soumissions et des positions qu'ils détiennent sur les titres adjugés. Ce changement éliminera toute confusion quant à savoir si un client est tenu ou non de déclarer sa position. Il appartiendra toujours aux distributeurs de titres d'État d'informer leurs clients de leurs responsabilités en matière de déclaration, mais le poids de cette activité est réduit compte tenu de la normalisation des responsabilités des clients et parce que ces derniers seront au courant de ces responsabilités par l'entremise du processus de demande d'obtention d'un numéro matricule unique.

Les principaux indicateurs permettant de déterminer si le niveau de surveillance d'un titre particulier du gouvernement canadien doit être intensifié sont, entre autres, les taux des opérations de pension (dans quelle mesure ils sont spéciaux), le montant de l'encours du titre sous le contrôle d'un ou de plusieurs participants, l'activité entourant le titre et l'écart entre le taux du titre et la courbe de rendement. La Banque du Canada se réserve le droit de (1) lancer une enquête en vue d'établir s'il y a eu ou non des violations possibles des règles régissant les adjudications; (2) informer les autorités réglementaires compétentes de cas d'opérations douteuses; (3) communiquer des cas d'opérations douteuses sur le marché secondaire à l'Association des courtiers en valeurs mobilières aux fins d'enquête visant à déterminer le non-respect de la Politique 5 proposée; et (4) vendre des titres de son propre portefeuille. Le ministère des Finances conserve le droit de rouvrir une émission en dehors du calendrier trimestriel des obligations et du cycle normal d'émission des bons du Trésor.

Dans ses discussions avec les distributeurs de titres d'État, la Banque du Canada s'attend à ce que ces derniers divulguent la totalité de leurs activités liées aux émissions du gouvernement canadien, notamment, sur demande, les activités et les noms des clients avec lesquels le distributeur a traité.

6. Conclusion

Les adjudications devraient être libres de manipulation et perçues comme telles, car il est très important de maintenir la confiance des participants directs et des investisseurs finals dans le

Comparaison avec la proposition du premier document de travail

Les distributeurs de titres d'Etat et les clients doivent déclarer leur position globale nette sur le titre adjugé quelle que soit la taille de leur soumission concurrentielle à l'adjudication ou de leur position existante. Dans le premier document, on exigeait des clients qu'ils ne déclarent leur position nette que lorsque le montant total de leurs soumissions majoré de la valeur absolue de leur position longue dépassait 100 millions de dollars.

On n'exige plus des clients qu'ils fournissent, entre autres, une confirmation écrite de la transaction à la Banque du Canada au plus tard à 10 heures le lendemain de l'adjudication (les positions nettes longues ou à découvert seront maintenant déclarées avant la tenue de l'adjudication). On n'exige plus non plus de la Banque du Canada une confirmation par téléphone des soumissions acceptées dont le montant est égal ou supérieur à 200 millions de dollars. Ces modes de confirmation ont été éliminés, les mêmes objectifs pouvant être atteints par des vérifications que peut effectuer au hasard la Banque du Canada.

Les mesures relatives à l'homologation des soumissions restent les mêmes que celles qui sont exposées dans le premier document de travail.

Commentaires sur la proposition du premier document de travail

Les commentaires reçus portaient sur le fardeau administratif perçu que les propositions imposeraient aux distributeurs et aux clients. Certains ont fait valoir que ce fardeau additionnel décanaliserait la participation aux adjudications, réduisant ainsi l'efficacité du marché primaire de la dette.

Un certain nombre de distributeurs ont indiqué que le respect des exigences de déclaration imposées aux clients (ainsi que les notifications connexes) devrait concerner strictement la Banque du Canada et non les distributeurs de titres d'Etat. Les clients ont exprimé des préoccupations concernant la confidentialité de leurs transactions, faisant valoir, plus précisément, que le fait de déclarer leurs positions par l'entremise des distributeurs de titres d'Etat donnerait à ces derniers un avantage, du point de vue de l'information, au moment de présenter des soumissions aux adjudications. Il y a également eu des commentaires concernant le montant minimal à partir duquel les clients sont obligés de déclarer leurs positions, certains laissant entendre que ce montant était trop bas ou qu'il devrait être fixé en pourcentage du montant adjugé et non être un montant fixe.

Motifs de la proposition

La Banque du Canada et le ministère des Finances sont conscients du fardeau administratif que toute nouvelle exigence en matière de déclaration pourrait imposer aux participants aux adjudications et hésitent à imposer des responsabilités additionnelles à moins que les résultats attendus ne soient clairement plus avantageux que les coûts potentiels. Après examen de la question, la Banque du Canada et le ministère des Finances sont d'avis que la déclaration des positions est une mesure déterminante pour la prévention d'une concentration induite de propriété. Cette exigence ne devrait pas s'avérer particulièrement onéreuse, étant donné que les participants ayant une politique de gestion prudente du risque devraient déjà disposer de systèmes leur permettant de surveiller leurs positions. Compte tenu des torts que les accaparements peuvent faire à l'efficacité du marché des titres du gouvernement canadien, la Banque du Canada et le ministère des Finances croient fortement que les avantages que comportent les nouvelles exigences en matière de déclaration compensent largement les désavantages d'ordre administratif.

Proposition

Déclaration des positions nettes

- Les distributeurs de titres d'Etat doivent déclarer à la Banque du Canada leurs positions globales nettes sur le titre adjugé au moment de la présentation des soumissions. Cela doit être fait qu'il s'agisse d'une position longue ou à découvert. La position doit être mise à jour chaque fois que les distributeurs présentent une nouvelle soumission.
- Les distributeurs de titres d'Etat doivent déclarer à la Banque du Canada, indirectement ou directement, avant que leurs soumissions concurrentielles ne soient prises en considération à une adjudication.
- Les clients qui présentent des soumissions concurrentielles à une adjudication doivent déclarer leur position nette sur le titre adjugé. À défaut de cela, leurs soumissions seront automatiquement rejetées.
- Les clients peuvent déclarer leur position nette soit directement à la Banque du Canada soit indirectement par l'entremise d'un distributeur de titres d'Etat qui présente la soumission pour leur compte. Le client qui choisit de déclarer sa position directement peut le faire jusqu'à 30 minutes avant l'heure limite pour le dépôt des soumissions le jour de l'adjudication.
- Si la position d'un soumissionnaire change de plus de 25 millions de dollars par rapport au niveau déclaré, ce dernier doit la soumettre de nouveau avant l'heure limite. Les clients doivent soumettre les changements directement à la Banque du Canada.
- Les clients peuvent déposer des soumissions non concurrentielles sans avoir à déclarer de position nette.

Homologation et vérification des soumissions

- Les distributeurs de titres d'Etat doivent s'assurer que les clients qui présentent des soumissions savent qu'ils doivent déclarer leur position et les informer des montants qui leur auront été adjugés au terme de l'adjudication. La Banque du Canada effectuera des vérifications au hasard pour s'assurer de la validité des soumissions.
- Dans le cadre du processus proposé d'homologation et de confirmation, les services de vérification interne de tous les distributeurs de titres d'Etat et des clients doivent certifier, une fois par an, que les renseignements fournis sont exacts.

Renseignements concernant l'activité sur le marché

- La Banque du Canada exige des distributeurs de titres d'Etat qu'ils divulguent entièrement leurs opérations portant sur les titres de dette du gouvernement canadien, notamment, sur demande, les activités et les noms des clients auprès desquels le distributeur a placé des titres ou en a acheté.

- La Banque du Canada se réserve le droit de (1) lancer une enquête en vue de déterminer si les règles régissant les adjudications ont été violées; (2) informer les autorités réglementaires compétentes de cas d'autres opérations douteuses; (3) communiquer les cas d'opérations douteuses sur le marché secondaire à l'Association des courtiers en valeurs mobilières aux fins de détermination de non-respect de la Politique 5 proposée et (4) vendre des titres de son propre portefeuille. Le ministère des Finances conserve le droit de rouvrir une émission en dehors du calendrier trimestriel des obligations et du cycle normal d'émission des bons du Trésor.

Comparaison avec la proposition du premier document de travail

La question des soumissions non concurrentielles n'a pas été soulevée dans le premier document de travail.

Commentaires sur la proposition du premier document de travail

Même si la question n'a pas été soulevée dans le premier document, un intervenant a émis l'idée d'autoriser les clients à acheter des titres aux adjudications de façon non concurrentielle.

Motifs de la proposition

Les soumissions non concurrentielles aux adjudications de bons du Trésor seront autorisées parce qu'elles permettent aux distributeurs et aux clients, qui sont moins familiers avec les rouages du marché et qui n'ont peut-être pas les connaissances requises pour présenter avec succès une soumission concurrentielle, d'acquiescer de petits montants de titres.

Le tableau ci-dessous récapitule les limites de soumission non concurrentielle aux adjudications de bons du Trésor et d'obligations.

Soumissionnaire	Soumission du distributeur - pour son propre compte - pour le compte de clients	Limite de soumission des clients
Soumission non concurrentielle	3 millions de \$	3 millions de \$
	La somme des soumissions des clients ne peut pas dépasser 3 millions de \$.	

qui s'applique actuellement aux adjudications de bons du Trésor semble bien fonctionner. On établira toutefois une certaine distinction entre les négociants principaux et les autres distributeurs de titres d'État, ce pour reconnaître les responsabilités additionnelles des négociants principaux, mais tout en fournissant un certain accès aux distributeurs moins actifs.

Le tableau ci-dessous récapitule les limites de soumission concurrentielle aux adjudications de bons du Trésor et aux adjudications d'obligations. Il convient de noter que les limites effectives de soumission aux adjudications pour les distributeurs et pour les clients seront révisées à la baisse pour refléter les positions longues nettes.

Soumissionnaire	Soumission concurrentielle	Soumission du distributeur - pour son propre compte Jusqu'à 25 % selon une formule tenant compte de l'activité sur les marchés primaire et secondaire.	- pour le compte de clients La somme des soumissions des clients ne peut dépasser la limite de soumission du distributeur pour son propre compte.	Limite de soumission des clients
				25 %

5.6 Soumissions non concurrentielles

Proposition

- Chaque distributeur de titres d'État est habilité à présenter une seule soumission non concurrentielle, en sus des soumissions concurrentielles, aux adjudications d'obligations du gouvernement canadien et de chaque tranche de bons du Trésor.
- La limite maximale des soumissions non concurrentielles de chaque participant sera de 3 millions de dollars pour les obligations du gouvernement canadien et pour chaque tranche de bons du Trésor.
- Tous les distributeurs de titres d'État seront également habilités à déposer des soumissions non concurrentielles pour le compte de clients. Le montant total des soumissions non concurrentielles des clients que peut présenter chaque distributeur de titres d'État sera limité à 3 millions de dollars.

Proposition

- Distributeurs de titres d'Etat**
- La limite de soumission des négociants principaux pour leur propre compte sera équivalente à 25 % du montant adjugé. Pour les autres distributeurs de titres d'Etat, qui sont moins actifs aux adjudications de bons du Trésor et sur le marché secondaire, cette limite sera égale à 10 % de ce montant.
 - Les distributeurs auront une limite de soumission additionnelle pour l'ensemble des soumissions qu'ils présentent pour le compte de leurs clients. Cette limite sera équivalente à la limite de soumission pour leur propre compte.
- Clients**
- Pour les clients, la limite de soumission sera équivalente à 25 % du montant adjugé. Les clients peuvent présenter leurs soumissions par autant de distributeurs qu'ils veulent, tant que le montant total de leurs offres ne dépassent pas leur limite de soumission à l'adjudication.
 - Il incombe à chaque client de veiller à ce que le total de ses soumissions présentées par tous les distributeurs de titres d'Etat ne dépasse pas sa limite de soumission à l'adjudication.

Comparaison avec la proposition du premier document de travail

Dans le premier document de travail, on sollicitait des points de vue sur la possibilité de fixer la limite de soumission aux adjudications de bons du Trésor en deçà du plafond actuel de 33 1/3 %, mais on ne proposait pas spécifiquement un plafond de 25 %.

Commentaires sur la proposition du premier document de travail

Peu de commentateurs ont été reçus au sujet de l'accès approprié aux adjudications de bons du Trésor. Un participant a fait remarquer que la limite actuelle de 33 1/3 % était trop élevée compte tenu de la baisse de l'offre de bons du Trésor et le nombre relativement restreint de participants. On a suggéré que la limite soit abaissée à 20 ou à 25 % dans le but de réduire le risque d'accaparements, d'uniformiser davantage les règles du jeu sur un marché comportant un nombre limité de distributeurs et de favoriser l'essor de l'activité sur le marché avant émission et sur le marché secondaire. Un autre participant s'est opposé à toute réduction de la limite, parce qu'il craignait que cela ne nuise à sa stratégie de placement.

Motifs de la proposition

On propose d'abaisser à 25 % la limite de soumission maximale aux adjudications de bons du Trésor. De cette façon, au moins quatre soumissionnaires obtiendront de nouveaux bons du Trésor, ce qui réduira le risque qu'un participant ou deux détiennent une proportion déterminante des nouveaux bons du Trésor. La proposition pourrait également donner lieu à une hausse de l'activité sur le marché avant émission et sur le marché secondaire. Les limites de soumission des distributeurs de titres d'Etat aux adjudications de bons du Trésor ne seront pas établies de la même façon que pour les adjudications d'obligations parce que le système

Le marché avant émission et au marché secondaire. On s'est montré préoccupé par le risque que, les limites de soumission des distributeurs étant échelonnées, certains d'entre eux soient assujettis à des limites inférieures à celles des clients en dépit de la responsabilité qu'ils ont de participer aux adjudications et de maintenir le marché.

Motifs de la proposition

La proposition visant à faire passer les limites de soumission maximales de 20 à 25 % reconnaît le bien-fondé du point de vue selon lequel une limite de 20 % peut être trop restrictive, en particulier lorsqu'on la conjugue avec la décision de tenir compte des positions longues du soumissionnaire et des parties affiliées dans le calcul de la limite de soumission à toute adjudication. Si les positions longues sont prises en considération dans le calcul des limites de soumission à une adjudication, il devient plus difficile pour tout soumissionnaire de détenir, au terme de l'adjudication, plus de 25 % des titres adjugés. Cela est contraire à la situation actuelle, où les positions longues ne sont pas prises en considération et où il n'y a donc pas de limite aux stocks de titres que peut détenir un soumissionnaire par suite d'une adjudication. Avec des limites de soumission maximales de 25 % du titre mis aux enchères, au moins quatre soumissionnaires obtiendraient une part des obligations adjugées.

Les soumissions acceptées présentées par les distributeurs pour le compte de clients seront prises en considération dans la détermination des limites de soumission futures de ces distributeurs. Cette disposition reconnaît le rôle que les distributeurs jouent dans le placement des titres du gouvernement canadien, à savoir la mobilisation et la présentation des soumissions des clients, et les incite à continuer à jouer ce rôle.

La limite de soumission proposée pour les clients sera fixée à 25 % des titres adjugés, plutôt qu'à un niveau inférieur. La raison principale à cela est que les clients sont les acheteurs finals des titres du gouvernement canadien, et ils devraient jouir de limites de soumission suffisantes pour leur permettre de satisfaire à la plupart des besoins de gestion de portefeuille et d'effectuer sans entraves leurs opérations sur le marché avant émission et le marché secondaire. Il faut remarquer que l'accès des distributeurs aux adjudications en vertu des nouvelles règles restera plus étendu qu'en vertu du système actuel, étant donné qu'ils déposeront des soumissions pour leur propre compte et seront assujettis à une limite distincte pour les soumissions présentées au nom des clients. En vertu du système actuel, les soumissions de clients présentées par les distributeurs sont incluses dans les limites de soumission de ces derniers. De plus, les distributeurs continueront de tirer parti de leur statut de seuls participants habilités à présenter des soumissions directement à la

Banque du Canada.

importante position longue (à la première adjudication ou à la réouverture), que son activité à l'adjudication soit réduite.

Les soumissions concurrentielles de tout participant qui ne soumet pas sa position nette avant la tenue de l'adjudication seront rejetées. Le gouvernement canadien et la Banque du Canada prendraient très au sérieux les cas où un soumissionnaire sous-estimerait sciemment sa position longue nette.

5.4 Limites de soumission aux adjudications d'obligations

Proposition

Distributeurs de titres d'État

- Les limites de soumission des négociants principaux pour leur propre compte varieront de 10 à 25 % du montant d'obligations du gouvernement canadien adjudgées. Pour les autres distributeurs de titres d'État, les limites de soumission varieront de 1 à 9 %. Les soumissions faites pour le compte de clients seront assujetties à une limite distincte. Pour chaque distributeur, la limite de la soumission qu'il peut présenter pour le compte de ses clients sera égale à la limite de la soumission qu'il peut déposer pour son propre compte.
- Les limites de soumission des distributeurs seront établies conformément à leur activité aux adjudications d'obligations du gouvernement canadien et sur les marchés secondaires de ces titres au cours de l'année précédente. Aux fins de calcul de ces limites de soumission, les soumissions acceptées présentées pour le compte de clients seront prises en considération dans l'évaluation des résultats obtenus aux adjudications par le distributeur de titres d'État.
- Les clients seront en mesure de présenter des soumissions par l'entremise des distributeurs de titres d'État à hauteur de 25 % du montant adjudgé. Les clients peuvent passer par autant de distributeurs qu'ils veulent tant que le montant total de leurs soumissions ne dépasse pas leur limite de soumission à l'adjudication.
- Il incombe à chaque client de veiller à ce que le total de ses soumissions présentées par tous les distributeurs de titres d'État ne dépasse pas sa limite de soumission à l'adjudication.

Comparaison avec la proposition du premier document de travail

Le premier document de travail n'avait pas abordé la question des niveaux appropriés des limites de soumission aux adjudications d'obligations pour les distributeurs et les clients. La limite actuelle, soit jusqu'à 20 % pour les distributeurs, avait été utilisée comme exemple.

Commentaires sur la proposition du premier document de travail

Un certain nombre de participants du marché ont laissé entendre que les limites de soumission des distributeurs devraient être supérieures à celles des clients pour inciter les premiers à participer aux adjudications et au marché secondaire. On a également fait remarquer que des limites de soumission plus basses pour les clients auraient pour effet d'accroître le recours de ces derniers au

participation aux adjudications et les stratégies de placement des distributeurs et des clients importants. Cette préoccupation a été aggravée par la disposition relative aux entités affiliées, qui signifiait que les distributeurs auraient à tenir compte des positions non seulement des salles de marché, mais également de celles de beaucoup d'autres services et d'entreprises appartenant au même groupe. On pensait que cette contrainte sur l'investissement et l'activité aux adjudications pourrait s'aggraver si la taille de l'encours des émissions individuelles baissait dans le sillage de la dette globale du gouvernement. On a aussi signalé que la disposition visant la prise en considération de positions longues dans la détermination des limites de soumission à l'adjudication pourrait donner lieu à certaines distorsions sur le marché si, par exemple, les participants cherchaient à réduire leurs stocks de titres juste avant la réouverture d'une émission.

On a fait remarquer également que la Banque du Canada devrait recevoir, dans les délais prescrits, des données précises relativement aux positions nettes. On craignait qu'autrement certaines soumissions ne soient annulées rétroactivement. Certains considéraient aussi que la déclaration de positions longues imposerait un fardeau administratif, ce qui pourrait restreindre la présentation de soumissions. Finalement, on a critiqué la proposition visant à permettre à un soumissionnaire de majorer sa limite de soumission à l'adjudication de sa position à découvrir, car un tel système pourrait inciter les participants à créer des positions à découvrir sur le marché avant émission dans le but d'accroître leur participation aux adjudications et pourrait donner lieu à une situation où un distributeur et son client contrôleraient en fin de compte une importante proportion des titres à adjudger.

Motifs de la proposition

Il importe de prendre en considération la position longue des soumissionnaires dans le calcul de leur limite de soumission aux adjudications afin qu'il soit plus difficile pour eux d'utiliser le processus d'adjudication aux fins d'acquisition d'une position dominante. La déclaration de données relatives aux positions longues peut créer un fardeau administratif supplémentaire, mais ce fardeau est relativement léger par rapport aux avantages potentiels de cette disposition. La compilation de telles données constitue une bonne pratique de gestion pour les entreprises, et l'obligation de soumettre ces données à la Banque du Canada ne devrait pas augmenter de beaucoup la charge de travail.

Les données reçues des distributeurs au cours des derniers mois indiquent que la prise en considération de positions longues dans le calcul des limites de soumission aux adjudications n'aurait pas eu, en général, d'incidence notable sur les soumissions déposées ou sur les montants adjugés aux adjudications de bons du Trésor et d'obligations (surtout si on considère les autres propositions, notamment la limite de soumission distincte pour les clients et la hausse de la limite de soumission maximale aux adjudications d'obligations). Cette disposition n'aurait que rarement influé sur l'activité effective aux adjudications visant des réouvertures d'émissions (plus des deux tiers des adjudications de titres du gouvernement canadien concernent des réouvertures). Une certaine incidence aurait tendance à se faire sentir au cours de la première adjudication d'un titre, lorsque toutes les positions longues d'un soumissionnaire auraient un effet direct sur les limites de soumission à l'adjudication. Toutefois, en général, les positions longues des distributeurs sur le marché avant émission tendent à être relativement peu importantes au moment où le titre est adjugé la première fois. De plus, il est souhaitable, dans les cas où un soumissionnaire détient une

5.3 Limites de soumission concurrentielle aux adjudications

Proposition

- Le montant de la soumission qu'un distributeur ou un client peut présenter de manière concurrentielle à une adjudication (sa limite de soumission à l'adjudication) sera égal à sa limite de soumission diminuée de sa position longue nette excédant le produit du pourcentage de sa limite de soumission par la valeur nominale de l'encours du titre adjugé. Des exemples sont fournis à cet égard à l'Annexe 5.
- Tous les soumissionnaires, à la fois les distributeurs de titres d'État et les clients, doivent déclarer leurs positions nettes avant la tenue d'une adjudication (voir la section traitant des exigences en matière de déclaration). Aux fins de calcul des limites de soumission à l'adjudication, la position nette du soumissionnaire englobera la valeur nominale (1) du stock au comptant des titres portant le même numéro international d'identification des valeurs mobilières (ISIN), (2) des positions sur le marché avant émission, (3) des contrats à terme boursiers prévoyant la livraison du titre précis mis en adjudication (mais non les contrats où le titre adjugé n'est pas le seul susceptible d'être livré et de ceux dont le règlement doit s'effectuer au comptant), (4) des contrats à terme de gré à gré, (5) des stocks de la composante résiduelle d'une obligation coupons détachés du titre adjugé, et (6) de toute position sur le titre adjugé non couverte par les types de contrat mentionnés ci-dessus, opérations garanties comprises. Dans le cas de mises en pension ou des prêts de titres, l'entité qui est propriétaire du titre visé, et non celle qui l'aurait emprunté, doit déclarer le titre en pension ou prêt dans sa position. Toutes les positions sont déclarées en fonction de la date de la transaction plutôt que de la date de livraison.
- Les soumissions de clients ne seront pas déduites des limites de soumission des distributeurs de titres d'État.
- Les limites de soumission aux adjudications d'obligations et de bons du Trésor sont exposées ci-dessous.

Comparaison avec la proposition du premier document de travail

La proposition énoncée ci-dessus est la même que celle qui figure au premier document de travail, avec deux exceptions. La disposition voulant que la limite de soumission d'un participant soit majorée de sa position à découvrir (jusqu'à 10 % de la valeur nominale des titres mis aux enchères) a été retirée. De plus, certains changements ont été apportés à l'exigence, faite aux clients, d'aviser la Banque du Canada de leur position nette. Les propositions concernant les clients sont plus similaires à celles qui s'appliquent aux distributeurs, et aucune exception n'est prévue en ce qui concerne les exigences en matière de déclaration. Ces points sont examinés dans la section consacrée aux exigences en matière de déclaration.

Commentaires sur la proposition du premier document de travail

Les participants ont fait remarquer qu'un grand nombre de soumissionnaires ont des raisons légitimes de tenir d'importants montants de titres du gouvernement canadien. Ils craignent que les dispositions limitant le montant total des positions longues et des soumissions ne restreignent la

Comparaison avec la proposition du premier document de travail

Cette proposition est la même que celle qui figure au premier document de travail, sauf que la proposition voulant que les clients règlent leurs opérations directement avec la Banque du Canada a été retirée.

Commentaires sur la proposition du premier document de travail

Il y en a qui ont exprimé des réserves au sujet de l'autorisation donnée aux clients de présenter des soumissions, même si c'est par l'intermédiaire des distributeurs de titres d'État, et au sujet de la proposition voulant que les clients puissent régler leurs achats directement auprès de la Banque du Canada. Certains ont pensé que ces propositions auraient pour effet de rehausser le profil et le statut des clients, et qu'elles enlèveraient aux distributeurs l'envie de participer constamment aux adjudications et de maintenir le marché. On a craint également que le fait de séparer les soumissions des clients de celles des distributeurs aurait pour effet de détourner l'information du marché et de l'éloigner des distributeurs, ce qui nuirait ainsi à la liquidité du marché avant émission et du marché secondaire avant la tenue d'une adjudication.

Motifs de la proposition

La raison principale qui motive l'introduction de limites de soumission distinctes pour les clients est de réduire le risque d'une mauvaise utilisation du processus d'adjudication aux fins d'accaparement délibéré du marché lors d'adjudications. Par le passé, aucune limite n'était imposée au montant des titres que les clients pouvaient obtenir à une adjudication en présentant des soumissions par l'entremise d'un certain nombre de distributeurs. Cet accès illimité offert aux clients n'est pas approprié, et ces derniers seront assujettis à des contraintes de soumission en vertu des nouvelles règles.

Toutefois, toutes les soumissions de clients continueront d'être présentées par l'entremise de distributeurs de titres d'État. Ce système est similaire au système actuel, où les clients placent des commandes avant l'adjudication auprès de distributeurs. Ainsi, les distributeurs continueront de recevoir les soumissions des clients, et la liquidité du marché avant émission et du marché au comptant ne devrait pas en souffrir. De plus, les distributeurs continueront d'être encouragés à présenter des soumissions pour le compte de clients, car ces soumissions seront prises en considération dans la détermination de leurs limites de soumission futures.

La proposition voulant que les clients règlent leurs achats directement auprès de la Banque du Canada a été éliminée. La pratique actuelle se poursuivra plutôt, c'est-à-dire que les clients régleront leurs achats par l'intermédiaire des distributeurs de titres d'État. Cela signifie que ces derniers continueront de jouer un rôle important en ce qui concerne les soumissions de clients.

stratégies de placement et de soumission relatives à ces titres sont tenus séparément des registres des autres entités du groupe.

Toute entité affiliée qui fournit à la Banque du Canada l'attestation mentionnée ci-dessus doit promptement aviser celle-ci, par écrit, si une des conditions qui la rend admissible au statut de soumissionnaire distinct change ou si l'attestation n'est plus valide, de sorte que l'entité n'a plus droit au statut de non-affilié.

5.2 Dépôt des soumissions

Proposition

Distributeurs de titres d'Etat

- Les distributeurs de titres d'Etat seront habilités à déposer des soumissions pour leur propre compte aux adjudications jusqu'à une certaine limite. Ils devront également observer une limite distincte pour le montant global des soumissions présentées pour le compte de leurs clients. Ces soumissions doivent être indiquées séparément des soumissions pour leur propre compte.

Clients

- Les soumissions de chaque client seront assujetties à une certaine limite aux adjudications. Les clients seront tenus d'obtenir un numéro matricule unique auprès de la Banque du Canada avant de pouvoir déposer des soumissions concurrentielles. Il sera possible d'obtenir les formulaires de demande de ce numéro par télécopieur ou au site Web de la Banque du Canada (<http://www.bank-banque-canada.ca>).
- Les clients seront en mesure de présenter des soumissions par l'entremise des distributeurs de titres d'Etat. Les soumissions concurrentielles des clients doivent être indiquées séparément de celles du distributeur et être accompagnées du numéro matricule du client octroyé par la Banque du Canada.
- Les clients ne régleront pas leurs opérations directement auprès de la Banque du Canada. Les distributeurs se chargeront du règlement des soumissions des clients qu'ils auront présentées et seront tenus responsables auprès de la Banque du Canada pour toute perte subie par suite de défaut de règlement des ventes dans le Service de compensation des titres d'emprunt (SECTEM).

2. Ce critère ne s'applique pas aux particuliers (i) qui font partie soit de la haute direction soit uniquement du personnel administratif ou de bureau et qui, dans un cas comme dans l'autre, ne prennent pas de décisions relatives à la détention, à l'investissement ou au dépôt de soumissions concernant les titres du gouvernement canadien, et (ii) qui sont au courant de renseignements ayant été divulgués de façon générale et publique.

statut juridique qui ne sont pas affiliées à un autre soumissionnaire sont habilitées à déposer une soumission distincte aux adjudications de titres du gouvernement canadien. Celles qui sont considérées, en vertu des nouvelles règles, comme des entités affiliées seront traitées collectivement comme un seul soumissionnaire à moins qu'elles ne répondent, à la satisfaction de la Banque du Canada et du ministère des Finances, aux critères établis pour le traitement de parties autrement affiliées comme des soumissionnaires distincts.

Deux personnes sont affiliées si l'une d'elles est sous le contrôle de l'autre ou si les deux sont sous le contrôle de la même personne¹. La définition spécifique du contrôle est donnée à l'Annexe 4. Brièvement, une personne contrôle une corporation si elle est le propriétaire bénéficiaire d'un montant de titres suffisant pour lui permettre d'en avoir le contrôle. Une personne contrôle une société en nom collectif si elle en est l'associé commandité. Une personne contrôle une entité sans personnalité morale autre qu'une société en nom collectif si 50 % des titres de participation, quelle que soit leur catégorie, qui constituent le capital-actions de la corporation sont effectivement la propriété de cette personne et que celle-ci est en mesure d'influencer les activités et les affaires de l'entité sans personnalité morale. Une personne contrôle également une corporation, une société en nom collectif ou une entité sans personnalité morale si cette personne contrôle une entité qui, à son tour, contrôle respectivement la corporation, la société en nom collectif ou l'entité sans personnalité morale. Qui plus est, une personne contrôle une entité de quelque sorte que ce soit si cette personne exerce une influence déterminante directe ou indirecte sur la gestion et les politiques de l'entité concernée, soit seule ou conjointement avec d'autres personnes, par propriété effective de titres ou par l'entremise d'une personne ou plus ou autrement.

5.1.2 Statut de non-affilié au sein du même groupe de sociétés

Avec la nouvelle définition du soumissionnaire, une entité autrement affiliée au sein d'un groupe de sociétés pourra déposer des soumissions distinctes si elle est disposée à se structurer de façon à ce qu'il n'y ait pas, entre elle et d'autres entités affiliées, d'échange de renseignements sur les soumissions et les stratégies aux adjudications. Plus précisément, deux entités ou plus qui appartiennent au même groupe peuvent présenter des soumissions distinctes si chacune d'elles a attesté à la Banque du Canada qu'elle répond à certains critères établis visant à prévenir l'échange de renseignements sur les soumissions et les stratégies aux adjudications, et qu'elle dispose de politiques et de procédures écrites conçues pour perpétuer le respect de ces critères. Ceux-ci sont : (i) l'entité affiliée n'intervient pas conjointement ou de concert avec les autres entités du groupe en ce qui concerne les titres; (ii) aucun administrateur, agent, associé, employé ou représentant de l'entité affiliée qui achète des titres du gouvernement canadien aux adjudications ou fournit des conseils à cet égard, qui participe à la formulation des décisions concernant les stocks, les stratégies de placement ou de soumission liées aux titres du gouvernement canadien pour cette entité affiliée ou en son nom, ou encore qui influence ces décisions ou en est informé, ne peut aussi prendre part à l'une de ces mêmes activités ou disposer des mêmes connaissances relativement aux titres du gouvernement canadien pour une autre entité affiliée ou au nom de celle-ci; (iii) l'entité affiliée n'échange de renseignements concernant les soumissions aux adjudications avec aucune autre entité du groupe; et (iv) ses registres de stocks de titres du gouvernement canadien ainsi que les

1. Aux termes de la présente section, "personne" signifie une personne physique, une entité entrant dans la définition donnée à l'Annexe 4 ou un représentant personnel.

Comparaison avec la proposition du premier document de travail

Il n'y a aucune différence entre les deux propositions.

Commentaires sur la proposition du premier document de travail

Certaines parties ont exprimé des réserves concernant la définition du soumissionnaire proposée parce que l'utilisation de cette définition, conjuguée à d'autres règles régissant les adjudications, pourrait restreindre le montant de la soumission des distributeurs de titres d'État appartenant à des banques. Un certain nombre de filiales canadiennes de distributeurs sous contrôle étranger ont appuyé la définition proposée, certaines d'entre elles fonctionnant déjà en vertu de règles similaires dans le pays de la compagnie-mère.

Mots de la proposition

Les points de vue des participants ont été dûment pris en considération, et on croit qu'une définition plus précise du soumissionnaire est une composante essentielle du nouveau régime et qu'elle est nécessaire si on veut empêcher la manipulation des titres. La définition proposée reflète l'intégration accrue des opérations de trésorerie des banques avec celles des distributeurs de titres d'État appartenant à ces dernières. La nouvelle définition du soumissionnaire restreint la capacité d'entités affiliées d'intervenir conjointement et de manipuler les titres, par exemple de contourner les limites de soumission aux adjudications en conservant des titres dans les secteurs de l'entité qui restent sous le contrôle effectif du soumissionnaire ou en arrivant à savoir qui détient les titres ainsi que la stratégie de placement visée. Ainsi, en vertu des nouvelles règles, toutes les parties affiliées au sein du même groupe seront traitées comme un seul et unique soumissionnaire, à moins qu'il n'existe de politiques et de procédures claires empêchant la transmission de renseignements sur les stratégies de placement et les stocks de titres (voir ci-dessous). De plus, tous les soumissionnaires doivent attester qu'ils ne déposeront pas de soumissions conjointement avec d'autres.

Certaines parties se sont montrées préoccupées par la possibilité que la nouvelle définition du soumissionnaire réduise l'accès aux adjudications, mais une analyse des positions des distributeurs et de l'activité aux adjudications tenues entre mai et août 1997 a révélé que la nouvelle proposition aurait eu une incidence très faible dans la plupart des cas. Cela s'explique notamment par le fait que, dans le cadre des nouvelles lois, les soumissions aux adjudications présentes pour le compte de clients sont assujetties à des limites distinctes et non incluses dans la limite de soumission du distributeur, comme c'est actuellement le cas.

5.1.1 Définition de la partie affiliée

Sont habilitées à déposer des soumissions aux adjudications, directement ou indirectement, les entités ayant un statut juridique énumérées ci-après : les corporations, les sociétés en nom collectif, les pouvoirs publics et organismes parapublics, les banques centrales étrangères (ainsi que les gouvernements de pays étrangers et les organisations internationales), les fiduciaires et les particuliers. Diverses composantes opérationnelles, des départements ou des divisions au sein de la même entité juridique ne seront pas considérées comme des soumissionnaires distincts aux adjudications. En vertu de la nouvelle définition du soumissionnaire, seules les entités ayant un

4.3 Exigences en matière de déclaration et surveillance du marché

Les nouvelles règles relatives à la déclaration des positions exigeront de tout participant désirant déposer une soumission à une adjudication qu'il soumette à la Banque du Canada sa position sur le marché avant émission et sur l'encours des titres de façon à ce que sa limite de soumission à l'égard des titres concernés soit ajustée. De plus, le nouveau mandat des distributeurs de titres d'État et des négociants principaux contiendra des exigences additionnelles en matière de déclaration de l'activité sur les marchés et des positions prises.

Un tableau récapitulatif des propositions est donné à l'Annexe 2. Le présent document et le premier document de travail sont structurés à peu près de la même façon, mais certaines modifications ont été apportées aux règles proposées pour tenir compte des points de vue exprimés par les parties intéressées (ces modifications sont résumées à l'Annexe 3). Contrairement au premier document, les règles ne prévoient plus une hausse des limites de soumission lorsque le soumissionnaire tient une position à découvert. Ensuite, la proposition voulant que les clients règlent leurs opérations directement avec la Banque du Canada a été retirée; le règlement continuera plutôt de se faire par l'entremise du distributeur qui aura déposé la soumission pour leur compte. Les limites de soumission des distributeurs et des clients sont également indiquées pour la première fois dans le présent document; dans le premier, elles n'avaient été utilisées que comme exemple.

5. Propositions détaillées

5.1 Définition du soumissionnaire

Proposition

- Tous les soumissionnaires doivent attester qu'ils ne soumissionnent pas conjointement avec d'autres.
- Les entités entre lesquelles existent des liens de dépendance (c'est-à-dire des entités affiliées) seront considérées comme un seul soumissionnaire aux adjudications de titres du gouvernement canadien. Pour éviter cela, les entités affiliées devront attester qu'elles ne s'échangent pas de renseignements concernant les rendements, les montants, les positions qu'elles détiennent ou qu'elles envisagent de prendre ou leurs stratégies de placement à l'égard des titres adjugés.
- La nouvelle définition du soumissionnaire couvre tous les distributeurs de titres d'État ainsi que les clients et s'applique aux corporations, aux sociétés en nom collectif, aux pouvoirs publics et aux entités qui leur sont liées, aux banques centrales étrangères (ainsi qu'aux gouvernements de pays étrangers ou aux organisations internationales), aux fiduciaires et aux particuliers.
- Deux entités sont affiliées si l'une est sous le contrôle de l'autre ou si les deux sont sous le contrôle de la même entité. La définition spécifique du contrôle englobe le contrôle formel des voix ainsi que l'influence déterminante directe et indirecte sur la gestion et les politiques.
- Les entités affiliées qui désirent être traitées comme des soumissionnaires distincts doivent attester qu'elles n'interviendront pas de concert dans la formulation de la stratégie ou des soumissions aux adjudications.
- Toute entité qui réunit les conditions pour être considérée comme un soumissionnaire distinct doit faire effectuer toutes ses opérations concernant les soumissions ou les achats par une entité non affiliée.

4.1 Définition du soumissionnaire

Tous les soumissionnaires doivent attester qu'ils ne présentent pas d'offres de concert avec d'autres, et les entités entre lesquelles existent des liens de dépendance seront considérées comme un seul soumissionnaire en ce qui concerne les limites de soumission aux adjudications. Une disposition permettra aux parties affiliées de déposer des soumissions distinctes si elles sont structurées de façon à ne pas échanger de renseignements concernant les soumissions ou les stratégies de placement aux adjudications.

4.2 Limites de soumission pour les distributeurs et les clients

En vertu des nouvelles règles, les limites de soumission applicables aux distributeurs de titres d'Etat viseront seulement les soumissions pour leur propre compte, et les clients déposeront des soumissions séparément par l'intermédiaire de distributeurs selon des limites propres à eux. Pour les négociants principaux, les nouvelles limites de soumission sont de 25 % en ce qui concerne les bons du Trésor et varient de 10 à 25 % pour les obligations. Les limites de soumission aux adjudications d'obligations applicables aux négociants principaux varieront en fonction de leur soumission sera de 10 % aux adjudications de bons du Trésor et de 1 à 9 % aux adjudications d'obligations, selon le volume de leur activité sur ces marchés. La limite de soumission pour les clients sera de 25 % aux adjudications de bons du Trésor et aux adjudications d'obligations.

De plus, en vertu du système actuel, on tient compte des soumissions des clients dans le calcul des limites de soumission des distributeurs, et aucune restriction ne trappe le niveau global des soumissions des clients ou des montants qui leur sont accordés. Ainsi, un client pourrait obtenir presque la totalité d'une émission en déposant des soumissions par l'entremise de trois négociants ou plus, ou en combinant ses offres aux adjudications aux offres effectuées sur le marché avant émission. Les distributeurs, en revanche, sont assujettis à des limites qui restreignent le montant de titres qu'ils peuvent viser dans leurs soumissions. Avec la nouvelle règle, l'aptitude d'un client à acheter des titres aux adjudications serait limitée de la même façon que celle d'un distributeur.

Les nouvelles limites de soumission tiendront également compte de la position nette du soumissionnaire sur le marché avant émission et de son portefeuille de titres déjà émis de l'émission concernée. À l'heure actuelle, un soumissionnaire détenant une portion importante de l'encours d'un titre (dans le cas d'une réouverture) ou une importante position longue sur le marché avant émission, ou les deux, peut encore tirer parti de sa pleine limite de soumission, ce qui lui donne la possibilité de prendre le contrôle d'une émission. En vertu des nouvelles règles, cela ne sera plus possible : le montant maximal que tout soumissionnaire pourra détenir à la fin d'une adjudication sera équivalent à la limite de soumission de ce soumissionnaire multipliée par l'encours du titre visé au moment où celui-ci est livré. Ces modifications auront pour effet qu'il sera plus difficile pour les participants aux adjudications d'acquérir une importante proportion de l'encours du titre et d'utiliser leur position dominante à l'égard de ce titre pour en influencer l'offre et les prix sur le marché.

Exemples de cas d'accaparement récents

- Premier cas : Obligations 4 % échéant le 15 mars 1999
- En août 1997, il existait une forte concentration de la propriété de ces titres et d'importantes positions à découvrir.
- L'émission se négociait jusqu'à des taux inférieurs de 50 points de base aux rendements d'obligations ayant une échéance similaire, et les taux des pensions sont tombés à l'occasion nettement sous 1 % (alors que le taux général des opérations de pension avoisinait 3,25 %).
- La Banque du Canada a échangé 600 millions de dollars de ces titres en portefeuille (par adjudication) contre des obligations assorties à une échéance similaire.

Deuxième cas : Bons du Trésor à 1 an échéant le 6 août 1998

- Le problème est survenu lors du processus d'adjudication tenu en août 1997.
- L'émission a été réouverte dans le cadre du cycle normal d'adjudication pour un montant de 1 milliard de dollars. Toutefois, elle restait encore entre les mains de quelques participants, et il n'y avait pas d'offre à des fins de transactions.
- Il a fallu procéder à une nouvelle réouverture de l'émission, pour un montant de 500 millions de dollars, à l'extérieur du cycle normal d'adjudication afin d'offrir quelques titres de cette émission sur le marché.

4. Aperçu des propositions

Conformément à la volonté de faire en sorte que le processus d'adjudication des titres de dette du gouvernement canadien n'entraîne pas une aggravation du problème d'accaparement sur le marché, les objectifs des propositions relatives aux nouvelles modalités des adjudications et aux exigences de surveillance sont les suivants :

- Assurer aux participants que des montants excessifs de titres du gouvernement canadien ne pourront pas être accumulés aux adjudications par des investisseurs ou des intermédiaires.
- Informer le marché que la Banque du Canada, au nom du gouvernement, exerce une surveillance générale sur le processus d'adjudication afin de s'assurer que le processus fonctionne dans l'intérêt public.

Les propositions exposées dans le présent document sont de trois ordres :

- Une définition plus précise du soumissionnaire à une adjudication.
- De nouvelles limites de soumission pour les distributeurs et l'introduction de limites pour les clients.
- Une surveillance plus rigoureuse de la participation aux adjudications grâce à l'obligation faite aux participants de fournir certains renseignements.

adjudications par le truchement d'intermédiaires. Il existe un certain nombre d'indicateurs de risque d'accaparement sur le marché, par exemple les taux des opérations de pension spéciales, l'écart avec lequel certaines émissions se négocient en dehors de la courbe de rendement théorique, les baisses du volume d'activité sur le marché et la hausse de la concentration de certaines émissions. N'importe laquelle de ces situations peut se produire dans des conditions de marché normales. Elles ne sont donc pas, en soi, source de préoccupation. Il y a toutefois lieu de s'inquiéter, lorsque les distorsions de prix sont importantes et persistantes et lorsque la liquidité des titres sur le marché au comptant et le marché des pensions est sérieusement touchée.

Les conséquences négatives que comporte un système qui se prête aux accaparements sont nombreuses et ont principalement pour effet de miner le processus de découverte des prix et d'entraîner une perte de confiance générale. Il est souvent très onéreux, pour les participants pris dans un accaparement, d'honorer leurs obligations contractuelles de livrer un titre donné. Si le système continue de se prêter aux accaparements, les intermédiaires hésiteront à prendre des positions à découvert sur le marché avant émission et à s'engager dans d'autres activités de maintien de marché, voire participer aux adjudications. Le marché de la dette deviendra également moins liquide et moins efficace, et il est possible que la participation des investisseurs aux adjudications et au marché secondaire puisse baisser. De telles évolutions auraient tendance à entraîner la hausse du coût du financement pour divers émetteurs, dont le gouvernement fédéral et les émetteurs de titres évalués par rapport aux titres du gouvernement canadien.

Des cas observés récemment montrent que le problème des accaparements aux adjudications continue de se poser depuis la publication du premier document de travail en 1996, et il est peu probable que cette tendance s'améliore sans que des changements ne soient apportés au processus d'adjudication. En fait, compte tenu des modifications d'ordre environnemental avancées dans le document de travail précédent, notamment l'intégration plus poussée du secteur des services financiers et la réduction éventuelle du stock de la dette du gouvernement fédéral, ce problème pourrait s'aggraver. Les accaparements survenus jusqu'ici, et le risque constant d'accaparements, ne sont pas compatibles avec les objectifs du gouvernement et des participants au sujet du marché des titres de dette du gouvernement canadien. Cela implique donc que les règles actuelles d'adjudication des titres de dette, dont le gouvernement du Canada et la Banque du Canada assument la responsabilité, doivent être révisées.

également une incidence équilibrée et équitable sur les participants, à la fois les investisseurs et les intermédiaires. Toutefois, ces propositions ne peuvent pas contre les tentatives visant à accumuler des montants élevés de titres à l'extérieur du processus d'adjudication, par exemple sur le marché secondaire. Le problème de la concentration résultant de l'activité sur le marché secondaire est du ressort de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM) qui, de concert avec le ministre des Finances et la Banque, met au point un code de déontologie pour les opérateurs du marché secondaire. Ce code, conjugué aux procédures de révision de cas de manipulation présumée et aux sanctions lorsque la situation le justifie, répondra plus généralement aux menaces posées à l'intégrité des marchés que ne pourraient le faire les règles relatives aux adjudications. Prises ensemble, les initiatives exposées dans le présent document et celles qui viendront de l'ACCOVAM constitueront une approche globale à l'amélioration du fonctionnement des marchés des titres de dette.

Le présent document est divisé en sections portant sur des composantes distinctes des nouvelles modalités des adjudications. Chaque section commence par un résumé de la proposition, la compare ensuite avec celle du document précédent, résume les commentaires reçus au sujet de la proposition originale et finalement donne les motifs de la proposition avancée. On invite une fois de plus les parties intéressées à faire connaître leurs points de vue sur les propositions qui y sont faites.

Il faut particulièrement remarquer le changement de désignation des entités admissibles à participer directement au processus d'adjudication, lequel reflète la modification des rôles de ces entités au cours des dernières années. Les distributeurs initiaux seront dorénavant appelés distributeurs de titres d'État, et un sous-groupe de cette grande catégorie (les participants dont l'activité se maintient à un certain seuil) sera formé de négociants principaux plutôt que d'agents agréés. (Les termes soulignés sont définis à l'Annexe 1.) Le statut de négociant principal peut être accordé à un participant au marché des bons du Trésor ou au marché obligataire ou aux deux.

3. Principes et motifs des modifications

Comme il a déjà été mentionné, le gouvernement et les participants s'intéressent au développement et au maintien d'un marché des capitaux intérieur qui fonctionne bien. À cet égard, les principes qui président aux modifications proposées veulent que le marché des titres d'État soit transparent, actif et concurrentiel, et que les investisseurs et les intermédiaires participent en grand nombre à ce marché.

La principale préoccupation dont traite le présent document est le risque que le processus d'adjudication puisse être utilisé par des soumissionnaires pour manipuler ou « accaparer » le marché des titres du gouvernement canadien. Il y a accaparement lorsqu'un participant à une adjudication, ou un groupe de participants, prend le contrôle d'un titre et en restreint l'offre sur le marché au comptant ou le marché des pensions. Dans de telles situations, les participants qui ont conclu des contrats de livraison d'un titre à une date ultérieure sont incapables d'acheter ou d'emprunter ce titre. Ce genre de situation peut se produire en vertu des règles actuelles parce qu'un intermédiaire ou un client ayant accumulé d'importants stocks de titres sur le marché avant l'émission ou sur le marché secondaire peut en obtenir encore plus à l'adjudication. Il convient de souligner qu'il n'existe actuellement aucune limite aux ordres que les clients peuvent placer aux

Le gouvernement et les participants aux marchés s'intéressent tous à la promotion de l'efficience, de la liquidité et de l'intégrité du marché des titres de dette du gouvernement canadien. Le marché de la dette intérieure du Canada est généralement très liquide et marqué par une activité soutenue et des écarts serrés entre les prix offerts et les prix demandés. Les initiatives prises pour maintenir la liquidité et l'efficience de ce marché englobent des modifications apportées au programme d'emprunt et l'amélioration de la transparence de la stratégie de la dette. Comme tenu du nombre d'accaparements, toutefois, les participants ont commencé à manifester des inquiétudes à l'égard des règles et des pratiques en vigueur sur les marchés primaire et secondaire des titres du gouvernement canadien. La fréquence accrue des accaparements a eu pour effet de mettre en doute l'intégrité du marché.

Des questions persistantes concernant l'efficience, la liquidité et l'intégrité d'un marché ont une incidence négative sur l'activité. Par exemple, les participants peuvent ne pas vouloir prendre des positions à découvert si la couverture de celles-ci risque d'être très difficile, et cela agit sur le processus de distribution des titres. Au fil du temps, de telles questions pourraient également peser sur le nombre d'investisseurs et ensuite, sur le processus de découverte des prix. Ces implications peuvent entraîner la hausse des coûts de financement pour le gouvernement et plusieurs autres émetteurs.

Le premier document de travail, émis en décembre 1996, mettait l'accent sur les préoccupations des participants au sujet de l'efficacité des directives actuelles régissant les adjudications dans un contexte marqué par une baisse de l'offre et par l'élargissement et l'intégration d'un secteur des services financiers dont les participants disposent de moyens accrus. Il faisait état du risque de manipulation dans le système actuel parce que les participants sont en mesure de prendre le contrôle de l'émission au moyen d'achats sur le marché avant l'émission et par l'accès aux enchères, même si de telles activités sont contraires à l'esprit des règles actuelles, et parce qu'il n'existe pas de limite efficace au montant des titres que peut acquérir un client. Le document exposait ensuite un certain nombre de propositions visant à renforcer l'intégrité du processus d'adjudication en réduisant les occasions de manipulation. Finalement, il invitait les parties intéressées à faire connaître leurs points de vue sur les règles et les mesures de surveillance proposées.

Le présent document fait suite au premier et repose sur les mêmes principes sous-jacents. Les préoccupations relevées dans le premier restent valides, et les événements survenus depuis lors témoignent davantage de la possibilité d'accaparements à la fois sur les marchés primaire et secondaire. Il aborde certains aspects de ces questions, mais les lecteurs qui veulent recevoir des renseignements plus détaillés, comme une description du processus d'adjudication actuel, doivent consulter le premier document de travail, émis en 1996. De plus, il reflète et traite les commentaires reçus des parties intéressées en réponse aux propositions du premier document.

Par les propositions avancées dans le présent document, on vise à donner aux participants la garantie que le processus d'adjudication ne donnera pas lieu à une concentration excessive des titres. Les nouvelles règles applicables aux adjudications et les procédures de surveillance auront

POUR DE PLUS AMPLES RENSEIGNEMENTS, COMMUNIQUER AVEC : Donna Howard,
Chef adjointe, Département des Marchés financiers, Banque du Canada (613 782-8474;
dhoward@bank-banque-canada.ca) ou avec Rob Stewart, Chef, Division des marchés financiers,
ministère des Finances (613 992-4468; stewart.rob@fin.gc.ca).

1. Sommaire

La Banque du Canada et le ministère des Finances collaboreront depuis un certain temps avec les participants aux marchés à des projets visant à maintenir et à améliorer un marché des titres de dette d'État qui fonctionne déjà bien. Dans ce contexte, un document de travail daté du 19 décembre 1996 dévoilait un train de mesures proposées visant à renforcer l'intégrité du processus d'adjudication des titres du gouvernement canadien et à encourager la participation aux adjudications en réduisant les risques de manipulation avant et pendant les enchères. Le projet de modification des arrangements administratifs régissant les adjudications des titres du gouvernement canadien a été présenté, et des commentaires ont été reçus. Le présent document expose de nouvelles modifications aux modalités des adjudications à la suite des commentaires reçus jusqu'ici.

Le projet de modification touche les règles présidant aux adjudications ainsi que les activités de surveillance du processus par la Banque du Canada, qui s'intensifieront. En termes généraux, les mesures proposées visent à faire en sorte que le processus soit libre de manipulation et perçu comme tel. De cette façon, il est possible de maintenir la confiance à l'égard des adjudications et d'accroître la participation des investisseurs et des négociants en valeurs mobilières. La consultation menée auprès des parties intéressées vise à assurer tout le monde que les mesures finales ont été examinées avec soin et qu'elles sont appropriées.

Le projet englobe une nouvelle classification des distributeurs des titres d'État et un sous-groupe appelé négociants principaux, une définition du soumissionnaire, la procédure de dépôt des soumissions, de nouvelles limites de soumission pour les distributeurs et l'instauration de limites de soumission pour les clients des distributeurs de titres d'État. En outre, la Banque du Canada envisage d'accroître ses activités de surveillance des adjudications et exigera des participants des renseignements supplémentaires.

PROCESSUS : Les commentaires sur le projet de modification des règles régissant les adjudications doivent être reçus au plus tard le 31 mai 1998.

ADRESSE : Les commentaires doivent être adressés au :

Chef

Département des Marchés financiers

Banque du Canada

4^e étage, tour Est

234, rue Wellington

Ottawa (Ontario) K1A 0G9

ou par c. élec. à l'adresse : comment@bank-banque-canada.ca

Les intéressés pourront prendre connaissance des commentaires et en effectuer des photocopies au début du mois de juin 1998 en s'adressant à la Bibliothèque de la Banque du Canada, 7^e étage, tour Ouest, 234, rue Wellington, Ottawa (Ontario), K1A 0G9. Ces commentaires seront également mis à la disposition du public par l'entremise du réseau Internet, au site de la Banque du Canada (<http://www.bank-banque-canada.ca>), début juin 1998.

Figure 1 - Schematic diagram of the proposed system architecture.
 Figure 2 - Schematic diagram of the proposed system architecture.
 Figure 3 - Schematic diagram of the proposed system architecture.
 Figure 4 - Schematic diagram of the proposed system architecture.
 Figure 5 - Schematic diagram of the proposed system architecture.

1	System architecture	10
2	System architecture	10
3	System architecture	10
4	System architecture	10
5	System architecture	10
6	System architecture	10
7	System architecture	10
8	System architecture	10
9	System architecture	10
10	System architecture	10
11	System architecture	10
12	System architecture	10
13	System architecture	10
14	System architecture	10
15	System architecture	10
16	System architecture	10
17	System architecture	10
18	System architecture	10
19	System architecture	10
20	System architecture	10
21	System architecture	10
22	System architecture	10
23	System architecture	10
24	System architecture	10
25	System architecture	10
26	System architecture	10
27	System architecture	10
28	System architecture	10
29	System architecture	10
30	System architecture	10
31	System architecture	10
32	System architecture	10
33	System architecture	10
34	System architecture	10
35	System architecture	10
36	System architecture	10
37	System architecture	10
38	System architecture	10
39	System architecture	10
40	System architecture	10
41	System architecture	10
42	System architecture	10
43	System architecture	10
44	System architecture	10
45	System architecture	10
46	System architecture	10
47	System architecture	10
48	System architecture	10
49	System architecture	10
50	System architecture	10
51	System architecture	10
52	System architecture	10
53	System architecture	10
54	System architecture	10
55	System architecture	10
56	System architecture	10
57	System architecture	10
58	System architecture	10
59	System architecture	10
60	System architecture	10
61	System architecture	10
62	System architecture	10
63	System architecture	10
64	System architecture	10
65	System architecture	10
66	System architecture	10
67	System architecture	10
68	System architecture	10
69	System architecture	10
70	System architecture	10
71	System architecture	10
72	System architecture	10
73	System architecture	10
74	System architecture	10
75	System architecture	10
76	System architecture	10
77	System architecture	10
78	System architecture	10
79	System architecture	10
80	System architecture	10
81	System architecture	10
82	System architecture	10
83	System architecture	10
84	System architecture	10
85	System architecture	10
86	System architecture	10
87	System architecture	10
88	System architecture	10
89	System architecture	10
90	System architecture	10
91	System architecture	10
92	System architecture	10
93	System architecture	10
94	System architecture	10
95	System architecture	10
96	System architecture	10
97	System architecture	10
98	System architecture	10
99	System architecture	10
100	System architecture	10

Table des matières

1.	Sommaire	1
2.	Introduction	3
3.	Principes et motifs des mesures prises	4
4.	Aperçu des propositions	6
5.	Propositions détaillées	8
5.1	Définition du soumissionnaire	8
5.1.1	Définition de la partie affiliée	9
5.1.2	Statut de non-affilié au sein du même groupe de sociétés	10
5.2	Dépôt des soumissions	11
5.3	Limites de soumission concurrentielle aux adjudications	13
5.4	Limites de soumission aux adjudications d'obligations	15
5.5	Limites de soumission aux adjudications de bons du Trésor	17
5.6	Soumissions non concurrentielles	18
5.7	Exigences en matière de déclaration	20
6.	Conclusions	23
<p>Annexe 1 - Définitions</p> <p>Annexe 2 - Sommaire des propositions</p> <p>Annexe 3 - Tableaux récapitulatifs des propositions contenues dans le premier document de travail et des révisions effectuées par la suite</p> <p>Annexe 4 - Définition spécifique du contrôle</p> <p>Annexe 5 - Exemple de calcul de la limite de soumission aux adjudications</p>		



**Projet de modification des règles régissant les adjudications
de titres du gouvernement canadien et la surveillance de
celles-ci par la Banque du Canada**

Deuxième document de travail

8 avril 1998



BANQUE DU CANADA